

МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ
ОДЕСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ УНІВЕРСИТЕТ ІМЕНІ І.І. МЕЧНИКОВА
ФАКУЛЬТЕТ МІЖНАРОДНИХ ВІДНОСИН, ПОЛІТОЛОГІЇ ТА СОЦІОЛОГІЇ
КАФЕДРА СВІТОВОГО ГОСПОДАРСТВА І МІЖНАРОДНИХ
ЕКОНОМІЧНИХ ВІДНОСИН

Кваліфікаційна робота

на здобуття ступеня вищої освіти «бакалавр»

на тему: «ІРО країн Центральної та Східної Європи: досвід для України»
«IPOs in Central and Eastern Europe: lessons for Ukraine»

Виконала: здобувачка денної форми навчання
спеціальності 292 «Міжнародні економічні відносини»
Освітня програма «Міжнародні економічні відносини»
Юркова Ольга Юріївна

Керівник к.е.н. доц. Родіонова Т.А. _____
Рецензент д. е. н., проф. Горняк О.В.

Рекомендовано до захисту:
Протокол засідання кафедри

Захищено на засіданні ЕК №
протокол №__ від __. __. 2023 р.

№ 9 від 31.05.2023 р.

Оцінка _____ / _____ / _____

Завідувач кафедри

Голова ЕК

_____ Якубовський С.О.

_____ Пічугіна Ю.В.

ЗМІСТ

ВСТУП.....	3
РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИЧНІ ОСНОВИ АНАЛІЗУ ПЕРВИННИХ РОЗМІЩЕНЬ ЦІННИХ ПАПЕРІВ (ІРО) КРАЇН ЦЕНТРАЛЬНОЇ ТА СХІДНОЇ ЄВРОПИ	6
1.1 Сутнісна характеристика розвитку ІРО в країнах Центральної Східної Європи.....	6
1.2 Методика оцінки ефективності транскордонних злиттів та поглинань.....	12
РОЗДІЛ 2. СУЧАСНІ ТЕНДЕНЦІЇ НА РИНКУ ЗЛИТТЯ ТА ПОГЛИНАНЬ В КРАЇНАХ ЦЕНТРАЛЬНОЇ ТА СХІДНОЇ ЄВРОПИ.....	16
2.1 Структура та динаміка транскордонних процесів злиття та поглинання....	16
2.2 Особливості операцій злиття та поглинання на внутрішніх ринках країн Центральної та Східної Європи	21
РОЗДІЛ 3. ПЕРСПЕКТИВА РОЗВИТКУ ІРО В УКРАЇНІ ТА ШЛЯХИ ВПРОВАДЖЕННЯ ДОСВІДУ КРАЇН ЦСЄ.....	34
3.1 Сучасний стан ІРО України	34
3.2 Застосування зарубіжного досвіду для вдосконалення ІРО України.....	40
ВИСНОВКИ.....	46
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ.....	49
ДОДАТКИ.....	53

ВСТУП

У сучасному світі країни, які розвиваються, шукають нові шляхи для залучення інвестицій та стимулювання економічного зростання. Одним із ефективних інструментів для досягнення цієї мети є первинне розміщення цінних паперів (ІРО), яке дає змогу компаніям та урядам збільшити потоки капіталу за допомогою випуску та продажу нових цінних паперів на фінансовому ринку. У цьому контексті досвід країн Центральної та Східної Європи має великий потенціал для перенесення на український контекст. Після падіння залежності від планової економіки ці регіони розпочали перехід до ринкової системи, що супроводжувався реформами та створенням ефективних фінансових інституцій. Україні, як країні з перехідною економікою, також необхідно підтримувати фінансовий розвиток і залучати іноземні інвестиції. Реалізація механізмів первинного розміщення цінних паперів може стати ключовим чинником, що сприятиме стабілізації фінансової системи країни, залученню нових інвестицій та стимулюватиме реальний сектор економіки.

Певну кількість досліджень було проведено, але зазвичай це здійснювалося зарубіжними експертами та аналітиками на прикладі розвинених країн. Проблематика, теоретичні аспекти первинного публічного розміщення цінних паперів були розглянуті багатьма зарубіжними вченими, експертами та аналітиками такими як Н. Актас, К. Андерс, А. Оздак [1], Р. Петерле, А. Берк [24], Р. Іззі [27], Т. Хасімото [38] та інші.

Проте, теоретичні дослідження ІРО українських компаній перебувають на етапі формування, оскільки за 31 рік незалежності України не було достатньо практичних прикладів виходу на ринок ІРО. Загалом 28 компаній стали публічними та розміщували свої акції. Тему ІРО, зокрема українських компаній, вивчали такі вчені й експерти: І. Кондрат, О. Малець [19], Є. В.Грабовська [39], Н.С. Танклевська, В.В. Ярмоленко [40] і т.д.

Низка проблем у темі, що вивчається, залишаються недостатньо дослідженими і вимагають подальших напрацювань. Тому важливо проаналізувати саме досвід країн Центральної та Східної Європи, зокрема

розроблення правової бази, стабілізація соціально-економічного середовища, інфраструктури фінансового ринку. Таким чином, дана робота є актуальною, тому що отримані результати та висновки можуть дати цінні відповіді на питання щодо подальшого розвитку українського IPO.

Актуальність теми дослідження зумовлено тим, що вивчення та адаптація цього досвіду допоможуть Україні підвищити рівень конкурентоспроможності та гарантувати виконання європейських норм та правил у сфері фінансового регулювання. Розроблення та впровадження таких механізмів створюватиме сприятливі умови для розвитку фінансового ринку та для надходження інвестицій, що сприятиме стабільному економічному зростанню та розвитку України.

Метою та завданням кваліфікаційної роботи є аналіз IPO країн Центральної та Східної Європи для подальшого розвитку такого механізму в Україні. Відповідно до мети були поставлені наступні завдання:

- проаналізувати становлення IPO у країнах ЦСЄ;
- визначити інструменти та показники щодо оцінювання ефективності транскордонних злиттів та поглинань;
- зробити аналіз світового досвіду транскордонних злиттів та поглинань;
- визначити тенденції операцій злиття та поглинання на внутрішніх ринках країн ЦСЄ;
- охарактеризувати сучасний стан IPO в Україні та ідентифікувати проблемні аспекти;
- висвітлити шляхи впровадження досвіду країн Центральної та Східної Європи для вдосконалення IPO в Україні.

Об'єктом дослідження є розвиток IPO в країнах ЦСЄ.

Предметом дослідження виступають перспективи розвитку IPO в Україні та можливі шляхи впровадження досвіду країн ЦСЄ з метою покращення української системи IPO.

Методи дослідження:

- аналіз із наукових джерел з проблематики кваліфікаційної роботи;

- метод наукової абстракції при обґрунтуванні теоретичних засад;
- фундаментальний аналіз – економіко-статистичний, порівняльний, який включає використання основних показників/коефіцієнтів активності ІРО, злиття та поглинання, які допомагають зрозуміти тенденції розвитку, економетричний аналіз – використання статистичних методів для моделювання та аналізу залежності між різними факторами, що впливають на кількість угод злиття та поглинання у Польщі та на ВВП регіону ЦСЄ.

Кваліфікаційна робота виконується на матеріалах наукових публікацій та посібників вітчизняних та зарубіжних учених, статистичних даних з The World Bank Data, ІМАО Statistics, фондових бірж та фінансових звітностей компаній-емітентів, аналітичних звітів, статей аудиторських компаній та приватних аналітиків в мережі Інтернет.

Практичне значення одержаних результатів полягає в тому, що це дасть нагоду проводити подальше вивчення феномену ІРО в ЦСЄ та в Україні, висновки та рекомендації можуть допомогти українським компаніям у здійсненні виходу на міжнародні фондові біржі за допомогою ІРО та уряду покращити інвестиційний клімат України та соціально-економічне середовище.

Апробація результатів роботи була оприлюднена у тезах конференції «Міжнародна науково-практична конференція ОНУ ім. Мечникова» (2023).

Публікація статті «ІРО в країнах Центральної та Східної Європи: використання досвіду для України» у вісник СНАУ, економіка і менеджмент №3 (95) 2023 (прийнятий до друку) Юркова О.Ю., Кириченко М.В.

Структура кваліфікаційна робота складається зі вступу, трьох розділів, висновків, списку використаної літератури та додатків.

У першому розділі розглянуто теоретичні основи аналізу ІРО країн ЦСЄ. Другий розділ присвячений динаміці і порівняльному аналізу транскордонних процесів злиття та поглинання у регіоні ЦСЄ. У третьому розділі проаналізовано розвиток ІРО в Україні та адаптація досвіду, набутого країнами ЦСЄ.

РОЗДІЛ 1

ТЕОРЕТИЧНІ ОСНОВИ АНАЛІЗУ ПЕРВИННИХ РОЗМІЩЕНЬ ЦІННИХ ПАПЕРІВ (ІРО) КРАЇН ЦЕНТРАЛЬНОЇ ТА СХІДНОЇ ЄВРОПИ

1.1 Сутнісна характеристика розвитку ІРО в країнах Центральної та Східної Європи

Країни Центральної та Східної Європи демонструють стрімкий рівень розвитку на фінансових ринках упродовж останніх десятиліть, що пов'язано з набуття важливості первинних публічних розміщень акцій (ІРО) як інструменту фінансування. Ефективність інструмента пов'язана з тим, що сам процес виходу на ринки публічного розміщення акцій займає певний час для перевірки прозорості діяльності компанії, що підвищує їхній статус на внутрішніх і світових ринках.

Рушійним чинником, який вплинув на розвиток ІРО в країнах Центральної та Східної Європи (ЦСЄ) є падіння комуністичних режимів, що створило умови для впровадження ринкової економіки. Як наслідок, нове економічне середовище надало компаніям доступ до ринків капіталу завдяки ІРО, що сприяло розвитку бізнес-середовища ЦСЄ. Ще одна ознака, яка притаманна комуністичному режиму є управління державою компаніями, тому з переходом до ринкової економіки компанії були приватизовані. Окрім приватизації державних підприємств, падіння комуністичного режиму також призвело до збільшення іноземних інвестицій, що стало підґрунтям для створення більш динамічного фінансового простору.

Угорщину можна вважати одним із яскравих прикладів плавного економічного та політичного переходу. Країна запровадила дворівневу банківську систему в 1987 році, раніше, ніж інші країни ЦСЄ. У Будапешті приватизація здебільшого базувалася на продажі акцій іноземним компаніям, а отже, вони частіше залучали капітал через свої материнські компанії, а не через біржі цінних паперів. Надходження капіталу з цих фінансових установ

стабілізували угорську економіку і прискорили постсоціалістичний економічний перехід.

У той час як програма «Ваучерної приватизації» в Чеській Республіці передбачала вторинну приватизацію (прямий продаж ваучерів зовнішнім власникам було не передбачено). За оцінюванням Фонду національного майна, близько третини державних підприємств за обсягом перейшли у власність, іноземна участь у першій хвилі ваучерної приватизації становила в середньому приблизно 2% за обсягом [38]. Така приватизація систематично заохочувала розпорошення власності і зберегла малі та середні підприємства як основу первинного ринку цінних паперів у Празі. Хоча влітку 1998 була російська криза, яка призвела до спаду економічної активності.

Тим часом, у Польщі наполягали на уникненні ваучерної приватизації через передбачувану неефективність корпоративного управління. Процес приватизації був достатньо поступовим, який ще більше сповільнився через низькі темпи макроекономічного зростання напередодні вступу до Європейського Союзу (ЄС). Однак високі стандарти регулювання фінансового положення в Польщі та добре розроблена стратегія прискорили розвиток Варшави як міжнародного центру цінних паперів.

Отже, занепад комуністичного режиму в ЦСЄ був важливим чинником у становленні IPO в регіоні, що сприяло розвитку економічного та політичного середовища, забезпечивши компаніям доступ до ринків капіталу і, створивши також можливості розширення бізнесу та інвестиції.

Наступний чинник, який позитивно вплинув на розвиток первинного розміщення акцій – «локальні» біржі, зокрема Варшавська фондова біржа в Польщі (1991), Будапештська фондова біржа в Угорщині (1990) та Празька фондова біржа в Чеській Республіці (1993). Варшавська фондова біржа є найбільшою фондовою біржою в регіоні з 2008 року, потім уже Празька та Будапештська. Наприклад, у 2012 році Варшавська фондова біржа посіла п'яте місце за вартістю і перше місце за кількістю IPO серед європейських біржових груп. Вона також посіла сьоме місце серед десяти найбільших лістингових

майданчиків за обсягом транскордонних IPO у світі у 2012 році. З урахуванням нових випусків акцій, обсяг інвестиційних потоків, що пройшли через Варшаву за такий період, значно більше в порівнянні з рештою країн ЦСЄ. Станом на квітень 2021 року, кількість компаній, акції яких котируються на Варшавській фондовій біржі, сягала приблизно 432, що є значно більше, ніж у Празі або Будапешті.

Центральний депозитарій цінних паперів Праги займає домінуючу позицію у сфері розрахунків угод із цінними паперами на чеському ринку капіталу, веде центральний реєстр цінних паперів, випущених у Чехії, та присвоює інвестиційним інструментам міжнародні ідентифікаційні номери цінних паперів. Дана біржа належить до Групи фондових бірж Центральної та Східної Європи (CEESEG).

Будапештська фондова біржа є ключовим гравцем на угорському грошовому ринку та ринку капіталу, надаючи учасникам ринку доступ до фінансових ресурсів та пропонуючи інвесторам широкий спектр інвестиційних інструментів. Завдяки динамічному зростанню за останні два з половиною десятиліття, якою вона досягла після свого відновлення в 1990 році, перетворилася на найбільший інноваційний ринок у регіоні. Біржа стала піонером лістингу біржових фондів у ЦСЄ та однією з перших почала використовувати послуги центрального контрагента, що є важливою складовою безпеки розрахунків.

Країн ЦСЄ приділяють значну увагу покращенню правового середовища, а саме створенню прозорих, стабільних та ефективних правових рамок для функціонування ринку цінних паперів і залучення інвесторів. Країни приймають закони й акти, що стосуються регулювання ринку цінних паперів та IPO. Наприклад, у Польщі діє «Закон про публічні акціонерні товариства та додаткові корпоративні заходи» (*Ustawa o spółkach akcyjnych oraz niektórych innych ustaw*), у Чехії – «Закон про акціонерні товариства» (*Zákon o akciových společnostech*), а в Угорщині – «Закон про акціонерні товариства» (*Törvény az részvénytársaságokról*). Зазначені законодавчі акти забезпечують захищеність у

відносинах між емітентами, інвесторами, адже регулюють процедури розміщення акцій, вимоги, захист прав акціонерів та інші важливі аспекти, що стосуються процесу IPO. Також необхідно відмітити, що країни даного регіону враховують міжнародні стандарти й рекомендації, такі як стандарти Міжнародної організації комісій з цінних паперів (IOSCO), при формуванні свого правового середовища. Це сприяє відповідності регіонального ринку цінних паперів міжнародним стандартам та забезпечує впевненість іноземних інвесторів у ринку ЦСЄ.

Ще однією відмінною рисою розвитку IPO в ЦСЄ є домінування малих та середніх підприємств. На відміну від розвинутих країн, де великі та усталені компанії переважають, більшість IPO в регіоні ЦСЄ проводяться малими та середніми підприємствами. Частково це пов'язано з тим, що багато великих компаній перебувають у державній власності. З точки зору географічної концентрації, найбільша активність у сфері IPO в регіоні ЦСЄ зосереджена в Польщі, Чехії, Угорщині та Румунії. Ці країни розвинули потужні ринки капіталу, що сприяло проведенню більшої кількості IPO.

Висока волатильність і невизначеність притаманні ЦСЄ, що пов'язано з триваючими економічними та політичними напруженнями. Це може ускладнити для компаній залучення капіталу та досягнення сприятливого ціноутворення в процесі IPO. Загалом, незважаючи на труднощі, ринок IPO в ЦСЄ демонструє ознаки зростання та потенціалу, тому що регіон продовжує створювати привабливі умови для інвестування.

Загальна кількість IPO в Європі значно коливалася в період з 2009 по 2021 рік. У 2021 році кількість IPO сягнула 422 первинних публічних розміщень, що є різким зростанням, як порівняти з попереднім роком [14]. Найбільшою угодою 2021 року за участю європейської компанії став вихід польського логістичного оператора InPost на фондову біржу Euronext в Амстердамі, де він залучив 3,9 млрд. дол. США, що підкреслює величезний попит на компанії, які пропонують доступ до ринку електронної комерції та ланцюгів поставок. Хоча необхідно зауважити, що найбільша загальна кількість первинних публічних розміщень у

Європі була зафіксована у 2011 році, коли кількість зареєстрованих IPO сягнула 457. Незважаючи на рекордний обсяг 2011 року, сукупна вартість IPO того ж року становила менше половини від показника 2015 року.

Загалом, технологічний сектор є найактивнішим сектором IPO. Так, наприклад, у 2020 році було залучено 27,5 млрд. дол. США. На другому місці – медико-біологічний; у даному секторі було проведено 65 IPO, в результаті яких було залучено 8,9 млрд. дол. США. Фінансовий сектор посідає третє місце, де спостерігаються процеси консолідації та інновацій, особливо у сфері фінтеху.

Таким чином, незважаючи на волатильність ринку на початку 2021 року, основні фондові індекси у другому півріччі були близькі до своїх історичних максимумів, а оцінки – високими. Таке середовище було дуже сприятливим для інвесторів та підприємців, оскільки забезпечувало високу прибутковість завдяки низькому рівню ризику на більшості ринків. Серед інших чинників, що сприяли зростанню вартості акцій і стимулювали активність у сфері IPO, – «зелена» трансформація економік і компаній, які отримали вигоду від пандемії.

У той час як стрімкий ріст інфляції, підвищення відсоткових ставок та геополітичні проблеми завдають глобальний удар, ринок IPO в регіоні Східної Європи, не зазнав такого значного спаду лістингу, як в США. Події в Україні знизили потенціал лістингової активності.

Ринки акцій в Європі залишатимуться волатильними доти, доки триватиме дана ситуація, особливо з урахуванням залежності Європи від Росії. Стрімке зростання цін на нафту і газ можуть мати зворотній вплив на решту економіки та ще більше дестабілізувати фондові ринки [13].

Отже, спочатку у країнах ЦСЄ було розпочато програми приватизації, що призвело до продажу державних активів і появи нових компаній. Період 2000-х років був достатньо динамічним для IPO. Спочатку відбувся бум цифрових технологій (або бум доткомів) на фондовому ринку. Цей період супроводжувався масовим поширенням Інтернету, збільшенням доступного підприємницького капіталу та стрімким зростанням вартості нових стартапів у сфері інтернет-технологій (див. табл. 1.1).

Основні етапи розвитку IPO у країнах ЦСЄ

Період	Характеристика
1990-1999	Початок і середина 1990-х – приватизація підприємств. Кінець 1990-х – відновлення функціонування фондових бірж.
2000-2009	На початку 2000-х років ринок IPO в ЦСЄ зростав, все більше компаній виходили на біржу в Польщі, Чехії та Угорщині. Середина 2000-х років – бум активності IPO в ЦСЄ, що супроводжувався значним збільшенням кількості компаній. Світова фінансова криза 2008-2009 років вплинула на IPO, що призвело до різкого спаду активності.
2010-2019	На початку 2010-х років – відновлення ринку IPO в ЦСЄ. У середині 2010-х років спостерігалось значне зростання активності на ринку IPO в регіоні, відбулася низка великих угод. Наприкінці 2010-х років – активність на ринку IPO в регіоні сповільнилася, а кількість компаній, що вийшли на IPO, зменшилася.
2020-2022	Вплив пандемія COVID-19, що призвело до зниження активності у сфері IPO у 2020 році. Активність IPO стрімко зросла і досягла піку у 2021 році завдяки ліквідності на ринку та ефективним державним програмам. У 2022 році активність IPO знизилася через різке падіння світових фондових ринків і війни в Україні.

Джерело: складено автором на основі [24]

Однак світова фінансова криза та рецесія призвела до уповільнення активності та зменшення кількості лістингів. Після 2009 року IPO почав відновлюватися. Деякі країни ЦСЄ, такі як Польща та Румунія, запровадили податкові стимули та інші заходи для підтримки та залучення більшої кількості IPO. Цей інструмент далі і продовжував розвиватися зі зростаючим інтересом з боку компаній та інвесторів. Пандемія COVID-19 спричинила скорочення

активності IPO. Так, перша половина 2020 року стала найповільнішим періодом для IPO в регіоні за останні п'ять років. Не дивлячись на те, що у 2021 році ситуація стабілізувалася та суттєво покращилася, 2022 рік супроводжувався невизначеністю через геополітичну напруженість.

1.2 Методика оцінки ефективності транскордонних злиттів та поглинань

За останні десятиліття, транскордонні злиття та поглинання стали достатньо популярною стратегією для компаній, які планують розширити вплив на нових ринках.

Транскордонні злиття та поглинання (M&A) – це стратегічний підхід, прийнятий компаніями для досягнення зростання шляхом злиття або придбання іншої компанії. Згідно з книгою Патріка А. «Злиття, поглинання та корпоративні реструктуризації» (2018), злиття та поглинання передбачають об'єднання двох або більше компаній в одне ціле, або поглинання однієї компанії іншою. Автор зазначає, що злиття та поглинання можуть набувати різних форм – від дружнього злиття до ворожого поглинання – і можуть мати значні наслідки для компаній, що беруть у них участь, їхніх акціонерів та інших зацікавлених сторін [12].

Набуття важливого значення транскордонного злиття та поглинання пов'язують з низькою факторів. Так, автори публікації «Поглинання, програми поглинання та можливості поглинання» Т. Лааманен і Т. Кейл (2008) виокремили, що, по-перше, ця стратегія є особливо ефективним способом виходу компаній на іноземні ринки, оскільки забезпечується безпосередній доступ до налагоджених каналів дистрибуції та клієнтських баз. Безумовно, це надає можливість компаніям швидко збільшитися. По-друге, об'єднуючи свої ресурси та можливості, компанії збільшують ефективність і зменшують витрати [22]. Відповідно до статті «Витрати та переваги перехресного лістингу» М. Ферт і П.Х. Малатеста (2015), такий підхід може призвести до економії витрат завдяки синергії в таких сферах, як виробництво, дистрибуція та адміністрування, а

також це створює можливості для диверсифікації [9]. Купуючи компанії в різних галузях або географічних регіонах, виходить розподілення ризиків, що також зменшує залежність від виробництва певного продукту або ринку. Як наслідок, це стабілізує прибутки компанії, а також робить їх менш вразливими до економічних шоків. Підтвердженням цього є дослідження «Міжнародна диверсифікація та продуктивність фірми» Х. Сінгх (2017), яке показало, що транскордонні злиття та поглинання можуть бути особливо дієвими для компаній, які прагнуть диверсифікувати свої портфелі та вийти у нові сфери бізнесу [28].

Доступ до нових технологій є значною перевагою для компаній. У статті «Стратегічне управління: концепції та кейси» автори М. А. Хітт, Р. Д. Ірландія та Р.Е Хоскіссон (2018) продемонстрували, що злиття та поглинання дають змогу отримати нові технології і ноу-хау, особливо в стрімко розвиваючих галузях, таких як біотехнології та інформаційні технології [15]. Отже, об'єднання компаній, які мають інтелектуальну власність та цінний досвід, дістають конкурентну перевагу та посилюють свої інноваційні можливості.

Незважаючи на потенційні переваги транскордонних М&А, мають також значні недоліки, наприклад, культурні відмінності. Згідно з дослідженням KPMG (2018), найпоширенішою причиною невдач у транскордонних М&А є культурні відмінності, які можуть призвести до непорозумінь, зрештою, до неможливості інтеграції компаній [20]. До культурних відмінностей належать мовні бар'єри, підхід управління, а також ставлення до трудової етики або ділової практики. У країнах діють різні закони та нормативні акти, що регулюють бізнес-середовище, і компанії, які не ознайомлені з нормативно-творчими актами цієї держави, можуть зіткнутися зі значними проблемами. Наприклад, у статті «Пояснення міжнаціональних відмінностей у прийнятті нових технологій» К. Д. Браузерс та ін. (2016) йдеться також, що відмінності у правових системах можуть спричинити труднощі у транскордонних М&А, зокрема у сферах права інтелектуальної власності та оподаткування [5]. Через коливання валютних курсів, відмінності в стандартах бухгалтерського обліку та неточність надання

оцінки активів виникають фінансові ризики, які негативно впливають на функціонування компаній. Відповідно до дослідження «Фінансовий ризик у транскордонних злиттях та поглинаннях» І.Р. Кюйперса (2018), транскордонні злиття та поглинання пов'язані з вищим рівнем фінансового ризику, ніж внутрішні злиття та поглинання [6]. Така стратегія ще має певний вплив на політичні режими, зокрема торговельні бар'єри та інші геополітичні ризики. Ці ризики можуть призвести до неочікуваних витрат, затримок і, зрештою, провалу угоди, що відмічає автор статті «Корпоративне управління та міжнародний бізнес» Д.П. Дох і Н.Р. Квіглі (2014). Отже, хоча транскордонні злиття та поглинання мають переваги, існують і суттєві недоліки, які необхідно враховувати [7].

Далі необхідно розглянути різні підходи до оцінки ефективності транскордонних злиття та поглинань, включаючи фінансові показники, стратегічну відповідність, процес інтеграції.

Одним з найпоширеніших методів оцінки ефективності транскордонних M&A є аналіз фінансових показників, який передбачає порівняння фінансових показників об'єднаної компанії до і після угоди, щоб визначити їхню тенденцію. Дослідження «Транскордонні злиття та поглинання в харчовій промисловості» А. Петру та ін. (2016) зазначає, що аналіз фінансових показників є ефективним методом оцінки успішності транскордонних M&A, оскільки надає об'єктивні та вимірювані дані [25]. Необхідно відмітити, що у статті «Нові тенденції в управлінні злиттями та поглинаннями» автори К. Хуанг і Х. Клейнер (2004) виявили, що такі показники, як рентабельність інвестицій (ROI), прибуток на акцію (EPS) і чиста теперішня вартість (NPV) часто використовуються для оцінки фінансових результатів діяльності об'єднаної компанії. Однак автори зазначають, що самі по собі фінансові показники можуть не давати повний аналіз успіху транскордонних M&A, оскільки не враховуються такі фактори, як стратегічна відповідність або культурні відмінності [16]. Отже, цей метод не охоплює весь спектр факторів, які впливають на успіх або невдачу транскордонного злиття та поглинання.

Іншою методологією оцінки ефективності транскордонних М&А є стратегічний аналіз, який передбачає вивчення стратегічних цілей угоди. Даний аналіз включає врахування таких факторів, як частка ринку та конкурентне позиціонування. Автори Н. Берг і Я. Вайпер у статті «Важливість стратегічної відповідності у транскордонних злиттях і поглинаннях» (2018) вказують, що при оцінці стратегічної відповідності потенційного злиття компанії повинні враховувати такі фактори, як культура, стиль управління та продукцію, послуги. Автори підкреслюють важливість стратегічної відповідності для досягнення очікуваних переваг від транскордонного злиття та поглинання, включаючи синергію та можливості зростання [14].

Аналіз процесу інтеграції є ще одним методом, який використовується для надання оцінки ефективності транскордонних М&А, що включає розуміння самого процесу інтеграції, включаючи стратегії, процеси та процедури, що застосовуються для інтеграції двох компаній. Згідно з авторами дослідження «Розуміння інтеграції у сфері злиття і поглинань» Я. Кока та ін. (2019), процес інтеграції є корисним для визначення найкращих практик та сфер для вдосконалення процесу інтеграції. Однак цей метод може не дати повного розуміння ефективності загалом [29].

Окрім вищезазначених підходів, деякі дослідники пропонують використовувати більш цілісний підхід до оцінки ефективності транскордонних М&А. Наприклад, досліджувати такі факторів, як фінансові показники, стратегічні цілі, культурну відповідність та задоволеність працівників. У статті автори Фюллер С. та ін. «Цілісний підхід до моделей злиття з акцентом на гетерогенність» (2018) показало, що холістичний підхід є ефективним для оцінки ефективності транскордонних М&А, оскільки він враховує низку факторів, які можуть вплинути на успіх компанії [11].

Можна зробити висновок, що оцінка ефективності транскордонних М&А вимагає багатофакторного підходу, оскільки це дає змогу більш повно і об'єктивно оцінити ефективність і як різні фактори взаємодіють між собою.

РОЗДІЛ 2

СУЧАСНІ ТЕНДЕНЦІЇ НА РИНКУ ЗЛИТТЯ ТА ПОГЛИНАНЬ В КРАЇНАХ ЦЕНТРАЛЬНОЇ ТА СХІДНОЇ ЄВРОПИ

2.1 Структура та динаміка транскордонних процесів злиття та поглинання

Останніми роками транскордонні злиття та поглинання (M&A) стають усе більш поширеним явищем, оскільки компанії прагнуть розширити свою глобальну присутність та отримати доступ до нових ринків. Транскордонні злиття та поглинання включають операції, у яких компанія з однієї країни купує або зливається з компанією з іншої країни.

У цьому контексті важливо розуміти структурні та динамічні аспекти M&A, оскільки збільшення або зменшення числа угод залежать від стану економічної ситуації, а також від стабільності. Отже, простежимо динаміку кількості угод M&A на світовому ринку з 2010 по 2022 року (див. рис. 2.1).



Рис. 2.1 Динаміка кількості угод M&A на світовому ринку

Джерело: складено автором на основі [17]

Згідно з даними інституту ІМАА, з 2000 року у світі було оголошено понад 790 000 угод на загальну суму близько 57 трильйонів доларів США [17]. Після фінансової кризи 2008 року, кількість угод М&А повільно зменшувалася, тому що ринок ще не відійшов від економічного шоку. Однак з 2013 року тенденція змінилася. У 2017 та 2018 роках спостерігається зростання кількості угод. Після пандемії COVID-19, кількість угод М&А стрімко зросла до 57 947, досягши найвищої кількості протягом 12 років. Необхідно відмітити, що в періоді невизначеності та нестабільності на ринку процеси злиття та поглинання, як правило, сповільнюються, але саме в такий час стають більш привабливими. Загальна кількість угод у 2022 році була нижча за рекордні 57 947 угод у 2021 році, залишившись на 9% вищим за до пандемічний рівень. У 2022 році відбулося занепокоєння через різке падіння світових фондових ринків, війни в Україні, геополітичні напруженості, перебої у ланцюгах поставок та посилення регуляторного контролю. Щодо 2023 року, то короткострокові економічні перспективи залишаються невизначеними, тому що існують побоювання глобальної рецесії та зростання процентних ставок, оскільки центральні банки намагаються подолати інфляцію [26].

Наступним показником, який відіграє важливу роль в аналізі динаміки транскордонних процесів злиття та поглинання, є вартість угод, тому що цей показник відображає рівень активності, а також надає характеристику про те, що відбувається у світовій економіці. З одного боку, висока вартість угод зі злиття та поглинання може свідчити про міцну економіку та позитивні перспективи для бізнесу, тому компанії більш схильні до участі в угодах зі злиття та поглинання. З іншого боку, низька кількість угод може свідчити про слабку світову економіку. Таким чином, у 2010 році вартість угод М&А складала 2 750 млрд. дол. США, яка згодом зменшилася до 2 536 млрд. дол. США. Це демонструє те, що динаміка вартості угод мала спадний характер за період 2010–2013 рр. Причинами такої тенденції є, по-перше, наслідки фінансової кризи 2008 року, а, по-друге, криза Єврозони. Як наслідок, це стримувало компаній від активних дій щодо укладання угод М&А. Однак після тривалого падіння, у наступних роках

вартість угод М&А стрімко зростає. Так, у 2015 році вартість угод М&А становила 4 779 млрд. дол. США. У періоді з 2016 до 2019 показник майже не зазнав змін (див.рис.2.2).



Рис. 2.2 Вартість М&А угод на світовому ринку у млрд. дол. США

Джерело: складено автором на основі [17]

Для 2020 року характерним було стрімке падіння ціни угод М&А, що було зумовлено поширенням пандемії COVID-19, зменшенням обсягів попиту на виробництво. Незважаючи на це, ринок М&А швидко подолав кризове становище, спричинене пандемією, і у 2021 році вартість угод М&А досягла піку 5 218 млрд. дол. США.

З точки зору кількості транзакцій, більшість угод укладаються в промисловому секторі. Починаючи з 1985 року, було оголошено про більш ніж 126 000 угод на загальну суму майже 6 100 млрд. дол. США. Майже 118 000 угод М&А у сфері технологій, які посідають друге місце з вартістю у 5 000 млрд. дол. США [17]. Технологічна індустрія розвивається досить швидко, тому компаніям важливо отримувати фінансове підтримання, щоб залишатися актуальними та конкурентоспроможними. Фінансовий сектор посідає третє місце за кількістю об'єднань з більш ніж 111 000 угод вартістю понад 10 800 млрд. дол. США.

Поясненням такого феномену є те, що наприкінці 2000-х років, активність злиття та поглинання в галузі фінансових послуг була постійною. Багато компаній не витримали економічного спаду у 2007-2008 роках, як наслідок, були придбані конкурентами (див. рис. 2.3).

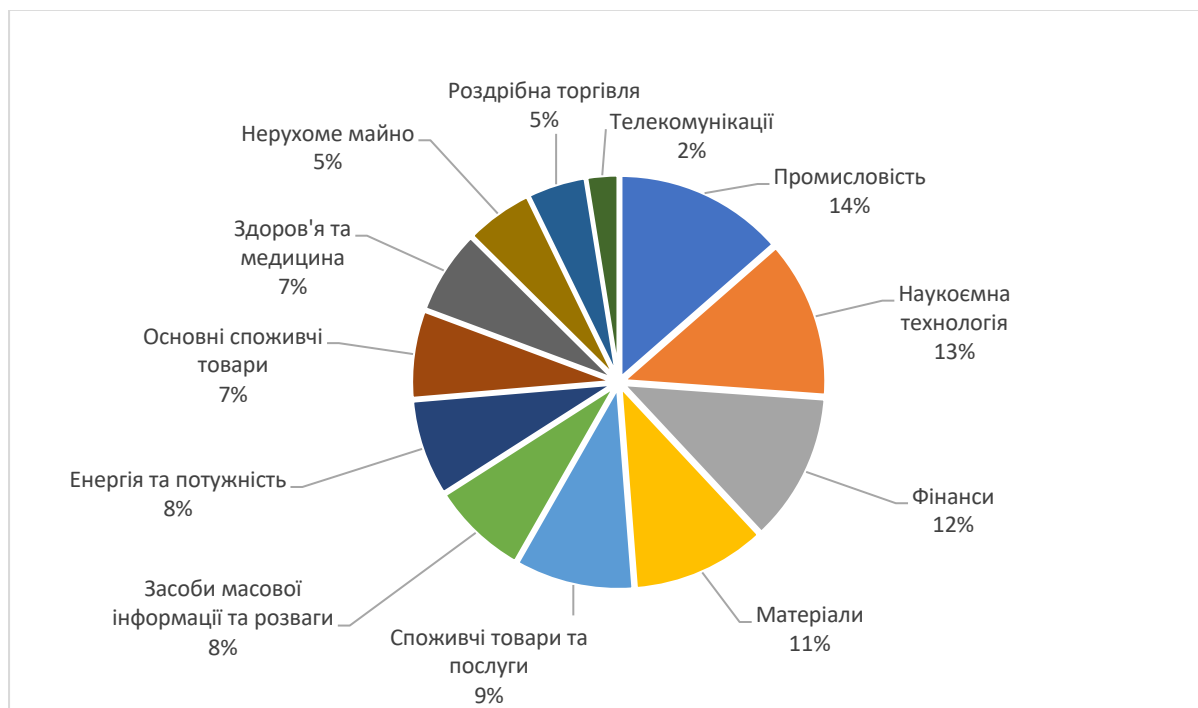


Рис. 2.3 Галузевий розподіл угод М&А у світі з 1985 до 2022 рр., у відсотках
Джерело: складено автором на основі [17]

Консолідація банківської галузі тривала протягом 2019-2021 років, хоча наслідки пандемії COVID-19 призвели до значного зменшення кількості банківських М&А угод.

Злиття Vodafone Group Plc і Mannesmann є найбільшим злиттям навіть сьогодні. У 1999 році Vodafone та AirTouch Communications Inc. здійснили злиття, утворивши, таким чином, одну з провідних світових компаній з мобільних телекомунікацій. Дана угода була оцінена в 202,7 млрд. дол. США. Завдяки цьому злиттю, Vodafone отримав доступ до європейського ринку. Необхідно зазначити, що на той час ринок мобільного зв'язку в усьому світі набрав обертів, отже, перебував на піку зростання, тому це рішення про злиття змінило світовий сектор телекомунікацій [20].

Наступною важливою угодою є America Online Inc (AOL) і Time Warner, що відбулася у 2000 році, була оцінена у 164,7 млрд. дол. США і стала найбільшим медіа злиттям на той час. AOL, інтернет-провайдер, злився з Time Warner, медіа-компанією. Злиття AOL Time Warner відбулося в період «інтернет-бульбашки», коли дотком-бізнес переживав стрімке зростання [37]. Мета угоди була створення «медіа гіганта», який би пропонував як інтернет-послуги, так і традиційні медіа. Однак, зрештою, угода була визнана невдалою, оскільки обидві компанії не змогли інтегруватися. У 2018 році компанія AT&T придбала Time Warner, що також увійшло до топ-10 найбільших угод у світі, склавши 79,4 млрд. дол. США (див. табл. 2.1).

Таблиця 2.1

Топ-10 найбільших угод поглинання у світі з 1999 до 2022

№	Рік	Назва компанії-поглинача	Назва цільової компанії	Вартість угоди, в млрд. дол. США
1	1999	Vodafone AirTouch PLC	Mannesmann AG	202,7
2	2000	America Online Inc	Time Warner	164,7
3	2013	Verizon Communications Inc	Verizon Wireless Inc	130,2
4	2007	Shareholders (Spin out)	Philip Morris Intl Inc	107,6
5	2015	Anheuser-Busch Inbev SA/NV	SABMiller PLC	101,5
6	2007	RFS Holdings BV	ABN-AMRO Holding NV	98,2
7	1999	Pfizer Inc	Warner-Lambert Co	89,6
8	2017	Walt Disney Co	21st Century Fox Inc	84,2
9	2016	AT&T Inc	Time Warner Inc	79,4
10	2019	Bristol-Myers Squibb Co	Celgene Corp	79,4

Джерело: складено автором на основі [18]

Відповідно до таблиці, у 2013 році угода Verizon Communications Inc і Verizon Wireless Inc, вартість якої склала 130,2 млрд. дол. США, дала повний контроль над найбільшим мобільним оператором у США, і розглядалася стратегічним кроком для консолідації галузі телекомунікацій.

У 2007 році Altria Group відокремила підрозділ Philips Morris International, який продавав сигарети Marlboro за межами Сполучених Штатів, в рамках угоди вартістю 107,6 млрд. дол. США. Через судовий розгляд, регулювання та падіння продажів, Altria хотіла збільшити вартість Philip Morris International Inc. Як результат, це сприяло звільненню міжнародного тютюнового бізнесу від законодавчих та регуляторних обмежень, з якими стикався його внутрішній партнер, Philip Morris USA [21].

У 2015 році пивна компанія Anheuser-Busch InBev придбала SABMiller за 101,5 млрд. дол. США, створивши найбільшу пивну компанію у світі, що було зумовлено бажанням Anheuser-Busch InBev розширити свою діяльність.

Найбільша банківська угода в історії відбулася в 2007 році. Консорціум банків на чолі з RFS Holdings BV, придбав ABN-AMRO Holding NV за 98,2 млрд. дол. США. У 1999 році фармацевтична компанія Pfizer придбала Warner-Lambert за 89,6 млрд. дол. США. Насамперед, причиною чого було бажання Pfizer отримати право на препарат для зниження рівня холестерину.

Останніми угодами, що увійшли до топ-10 найбільших угод у світі, стали придбання Walt Disney компанії 21st Century Fox за 84,2 млрд. дол. США у 2017 році та придбання Bristol-Myers Squibb компанії Celgene [17].

2.2 Особливості операцій злиття та поглинання на внутрішніх ринках країн ЦСЄ

Упродовж останніх двох десятиліть Центральна та Східна Європа стає все більш привабливим регіоном для М&А. Вихід на швидкозростаючий ринок, використання кваліфікованої та дешевої робочої сили, доступ до інших країн-членів ЄС та сприятливе бізнес-середовище є перевагами, які пропонує цей

регіон. Очікується, що ця позитивна тенденція у сфері M&A збережеться, оскільки економіка країн ЦСЄ продовжує зростати, а також з'являються нові інвестиційні можливості [3].

У період з 2010 року до 2022 року спостерігається, що найбільша кількість угод у Східній Європі становила 5 514, а саме у 2010 році, хоча найбільш вдалий рік по вартості угод із злиття та поглинання був 2019 рік з вартістю близько 654 млрд. євро. Після 2010 року такого рекордного значення кількості угод вже не було, а тільки тенденція до зниження. На таку динаміку вплинуло достатньо факторів як економічних, так і соціальних: політична нестабільність, геополітична напруженість, зміни у регулюванні на законодавчих рівнях. Так, після 2010 року декілька країн Східної Європи переживали політичну нестабільність і невизначеність (див. рис. 2.4).

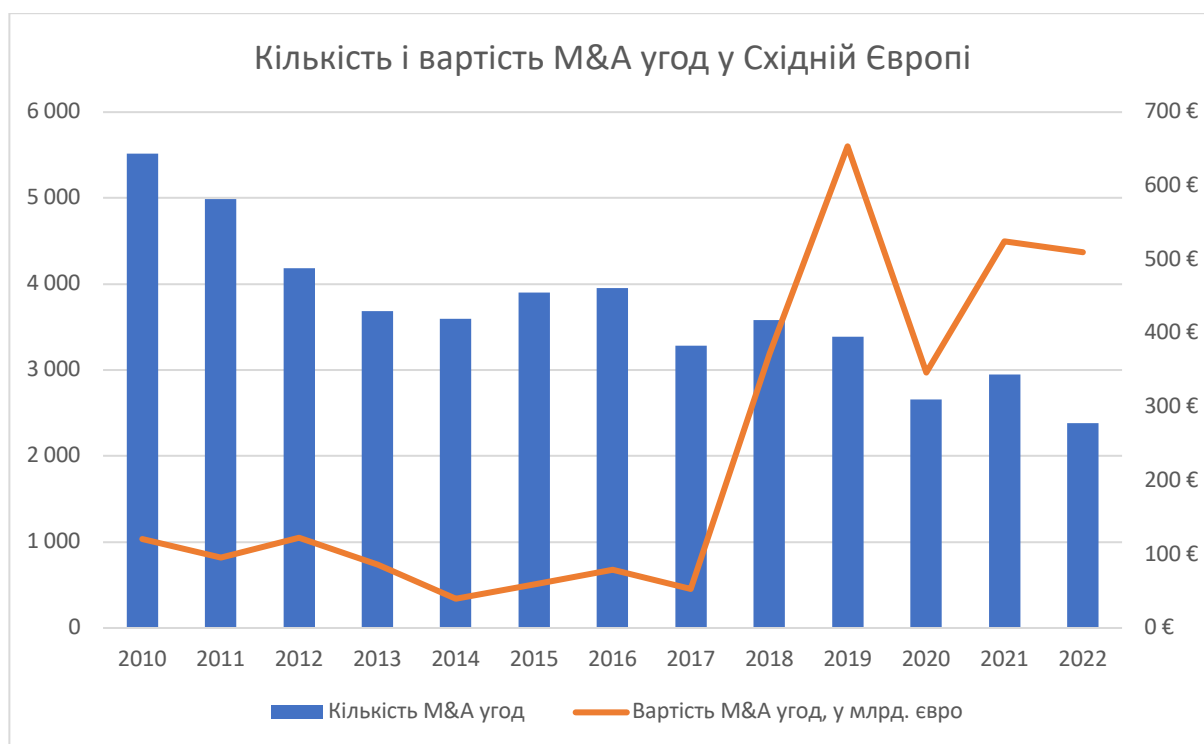


Рис. 2.4 Кількість та вартість M&A угод у Східній Європі, у млрд. євро
Джерело: складено автором на основі [17]

Ця невизначеність призвела до того, що компанії стали більш обережними щодо участі у M&A у Східній Європі. Стосовно зміни у регулювання на законодавчому рівні, то Польща запровадила нові правила, спрямовані на захист інтересів міноритарних акціонерів. Ці регуляторні зміни ускладнили для

компаній укладання угод зі злиття та поглинання, що призвело до зменшення кількості угод. Крім того, за останні роки Східна Європа пережила випадки геополітичної напруженості, особливо у відносинах з Росією. Щодо вартості M&A угод у Східній Європі, яка знизилася з 120 млрд. євро у 2010 році до 53 млрд. євро у 2017 році, досягши найнижчої вартості протягом аналізованого періоду 39,7 млрд. євро у 2014 році. Після 2017 року, вартість M&A угод у Східній Європі стрімко почала зростати і у 2019 році склала 654 млрд. євро, що було піком. Однак, у 2020 році через пандемію COVID-19, вартість M&A угод зменшилася. Незважаючи на це, у 2021 році показник майже повернувся до рівня вартості, що був до пандемії COVID-19 (525 млрд. євро).

Загалом, сукупність економічних, політичних, регуляторних та геополітичних факторів сприяли зменшенню кількості угод і вартості злиття та поглинання після 2010 року у Східній Європі. Однак, після 2018 року показники демонструють стрімкий ріст. Однак варто зазначити, що обсяг угод зі злиття та поглинання не зменшився протягом аналізованого періоду, оскільки багато угод, які були завершені, були більшими за розміром (див. рис. 2.5).



Рис. 2.5 Загальний обсяг угод у Центральній і Східній Європі

Джерело: складено автором на основі [3]

У регіоні ЦСЄ обсяг угод зі злиття та поглинання виріс майже у 2,6 рази, а саме з 411 до 1 067. У період з 2010 до 2012 даний показник коливався між 411 та 460, але у 2013 році загальний обсяг М&А угод досягнув рекордного рівня, склавши 712. Дана динаміка зберігалася до 2020 року. У 2021 році ризиковане середовище підштовхнуло обсяг угод до безпрецедентного рівня. Незважаючи на посилення несприятливих факторів у 2022 році, зокрема, вторгнення Росії в Україну та двозначну інфляцію, активність на ринку М&А у ЦСЄ залишалася стійкою, зафіксувавши рекордний обсяг угод – 1 067 у 2022 році.

Польща займає лідируючу позицію у загальній кількості угод, склавши 32%, на яку припадає 1/3 від загального обсягу угод. Наступне місце займає Чехія, яка також має значну частку угод М&А, що складає 19% від загальної кількості. Як і Польща, Чехія також відмічається відносно великою економікою в регіоні та має добре розвинену промислову базу з сильними сторонами в таких галузях, як автомобілебудування, машинобудування та інформаційні технології. Крім того, Чехія є центром М&А у банківському та фінансовому секторах, що сприяє збільшенню її частки у сфері М&А (див. рис. 2.6).

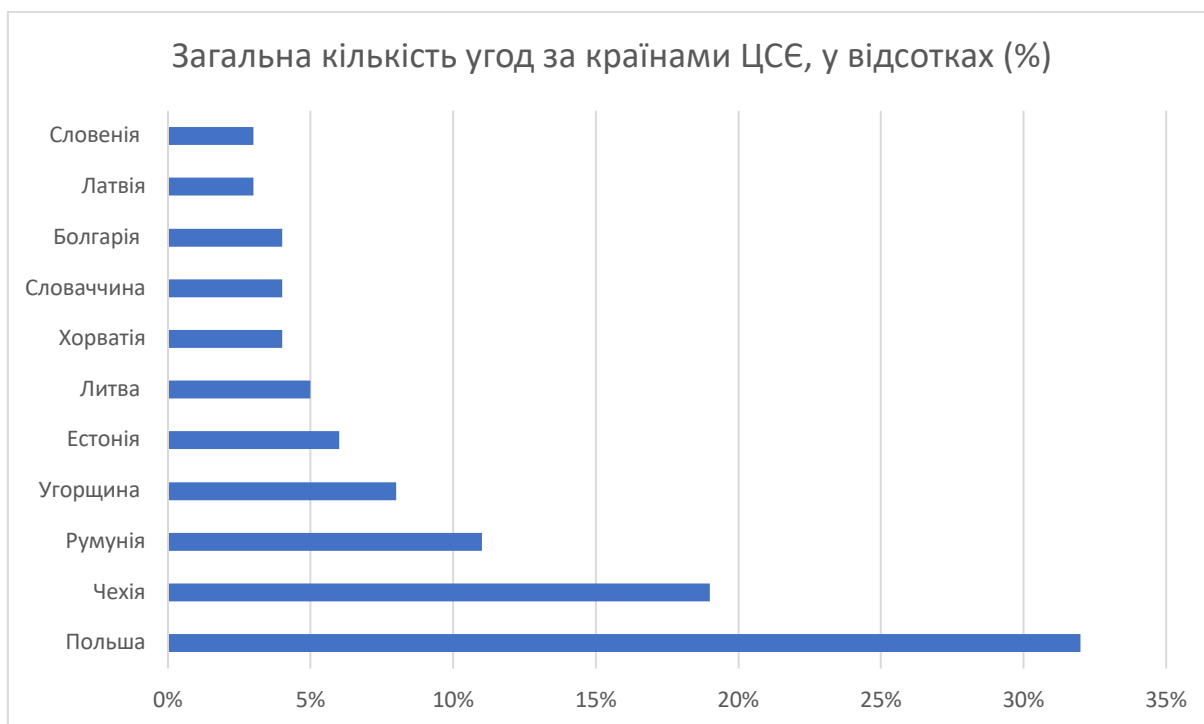


Рис. 2.6 Загальна кількість угод за країнами ЦСЄ з 2003 до 2022, у відсотках

Джерело: складено автором на основі [3]

Тим часом, Румунія – 11%, а Угорщина – 8%. Угорщина має меншу економіку, ніж Польща і Чехія, але вона має висококваліфіковану робочу силу. Дана країна є центром злиття та поглинання в автомобільному та енергетичному секторах, де за останні роки відбулося декілька великих угод. Інші країни мають меншу частку в активності зі злиття та поглинання у ЦСЄ, яка коливається від 6% до 3%. Поясненням такої тенденції є те, що, по-перше, такі країни як Словенія, Латвія, Болгарія мають меншу економіку і не можуть мати стільки компаній або секторів, як Польща або Чехія. По-друге, деякі країни стикаються з проблемами політичної нестабільності та корупції, що стримують іноземні інвестиції та активність у сфері М&А.

Польща є лідером у залученні М&А угод серед усіх аналізованих країн, тому що дана країна є найбільшою країною в регіоні ЦСЄ як за кількістю населення, так і за розміром економіки. Крім того, Польща має достатньо розвинений внутрішній ринок і стабільний інвестиційний клімат, що створює привабливі умови для інвестування. Вона має диверсифіковану економіку з сильними галузями, такими як автомобільна, хімічна, інформаційно-технологічна, що сприяє активності у сфері М&А.

Таким чином, далі буде проведено багатофакторний регресійний аналіз для виявлення макроекономічних факторів, що впливають на кількість М&А угод (N) у Польщі. Для аналізу були обрані такі показники (незалежні змінні) як:

- відсоткова ставка (D),
- індекс споживчих цін (індекс інфляції) (CPI),
- рівень відкритості економіки (G).

Отже, формалізуємо економетричну модель наступним чином:

$$N = \beta * D + \beta * CPI + \beta * G + const$$

Дана модель була оцінена на підставі статистичних даних Польщі за період 2001-2021 років, показники отримано з бази даних The World Bank та ІММА інституту (див. додаток А).

Спочатку був проведений кореляційний аналіз для виявлення й оцінки зв'язку між показниками. Коефіцієнти кореляції, в цілому, є помірними між

кількістю угод M&A та процентною ставкою, індексом інфляції, рівнем відкритості економіки (див.табл 2.2).

Таблиця 2.2

Кореляційний аналіз між показниками

	Кількість M&A угод	Відсоткова ставка	Індекс інфляції	Рівень відкритості економіки
Кількість M&A угод	1			
Відсоткова ставка	-0,513	1		
Індекс інфляції	-0,387	0,376	1	
Рівень відкритості економіки	0,640	-0,862	-0,056	1

Джерел: складено автором в програмі SPSS на основі [10], [36]

Хоча необхідно зазначити, що процентна ставка й інфляція мають зворотній вплив, що означає, що зі зростанням однієї змінної інша має тенденцію до зниження, і навпаки. Стосовно зв'язку між рівнем відкритості економіки та відсоткової ставки, то спостерігається достатньо сильний зв'язок.

Значення критерію VIF для коефіцієнтів відсоткової ставки, індексу споживчих цін, рівня відкритості економіки є меншими, ніж значення 10, тому дані фактори визнаються як неколінеарними, а це свідчить про те, що їх можна включати в модель регресії одночасно.

Якість моделі коефіцієнта детермінації R^2 дорівнює 0,695. Отже, коефіцієнт детермінації свідчить, що варіативність залежної змінної на 69,5% пояснюється даним набором незалежних змінних. Значення розрахункового критерію F статистики Фішера свідчить про адекватність моделі в цілому.

Низька значимість свідчить про слабкість нульової гіпотези та відповідно про справедливість альтернативної гіпотези. Усі змінні є статистично значущими за рівнем 1% (***), що свідчить про низьку ймовірність нульового значення відповідного β коефіцієнта. Це означає, що існує тільки 1% ймовірності того, що

коефіцієнт цієї змінної дорівнює нулю, і 99% того, що він статистично відрізняються від 0 (див.табл 2.3).

Таблиця 2.3

Регресійна модель впливу відсоткової ставки, індексу інфляції та рівня відкритості економіки на кількість угод М&А у Польщі

Змінні	Нестандартизовані коефіцієнти	Стандартна помилка	Стандартизовані коефіцієнти	T	Значимість	VIF
(Константа)	-1121,5	376,826		- 2,976	0,008	
D	78,684	26,264	1,041	2,996	0,008***	6,727
CPI	-63,398	16,072	-0,695	- 3,945	0,001***	1,730
G	15,607	3,358	1,499	4,647	0,000***	5,795
R ²	0,695	95,313				3,279
F	12,899				0,000	

Джерело: складено автором в програмі SPSS на основі [10], [36]

Також можна виявити, що рівень відкритості економіки надає найбільший вплив на змінну, так як його значення стандартизованого коефіцієнта є найбільшим (1,499). Таким чином, якщо значення рівня відкритості економіки збільшується на одне стандартне відхилення, то кількість угод М&А також зростає на 1,499 відхилення. Другий за величиною вплив – відсоткова ставка (1,041) з прямим напрямом причинності. Третім за значимістю впливу показником є індекс споживчих (-0,695), що має вплив зі зворотним напрямом причинності, так як він має мінус перед коефіцієнтом. Наприклад, при збільшенні індексу споживчих цін на 1 стандартне відхилення кількість М&А угод зменшується на 0,695 стандартних відхилень.

Отже, після інтерпретації всіх результатів отримуємо наступну емпіричну модель:

$$N = 1,041 * D - 0,695 * CPI + 1,499 * G + const$$

(2,996***) (-3,945***) (4,647***)

Адекватність моделі доводять такі результати:

- $R^2 = 0,695$ (69,5%),
- три коефіцієнта з рівнем значущості у 1% (***)).

Отже, можна зробити висновок, що представлена модель апроксимує представлені дані та може бути використана для подальших цілей прогнозування. Економічне значення отриманої моделі доводить, що збільшення відсоткової ставки та рівня відкритості економіки призводить до зростання кількості M&A угод. Однак, при збільшенні інфляції – до зменшення.

У більшості країн ЦСЄ угоди у сфері транскордонних M&A суттєво перебільшують кількість угод на внутрішньому ринку, на відміну від таких країн, як Польща та Чехія, де навпаки кількість угод на внутрішньому ринку значно перевищує транскордонні злиття та поглинання. Основною причиною є зацікавленість іноземних інвесторів у цих країнах, що зумовлено зростаючою економікою, більш вигідними умовами інвестування, надійним захистом інвесторів зі сторони законодавства (див. рис. 2.7).

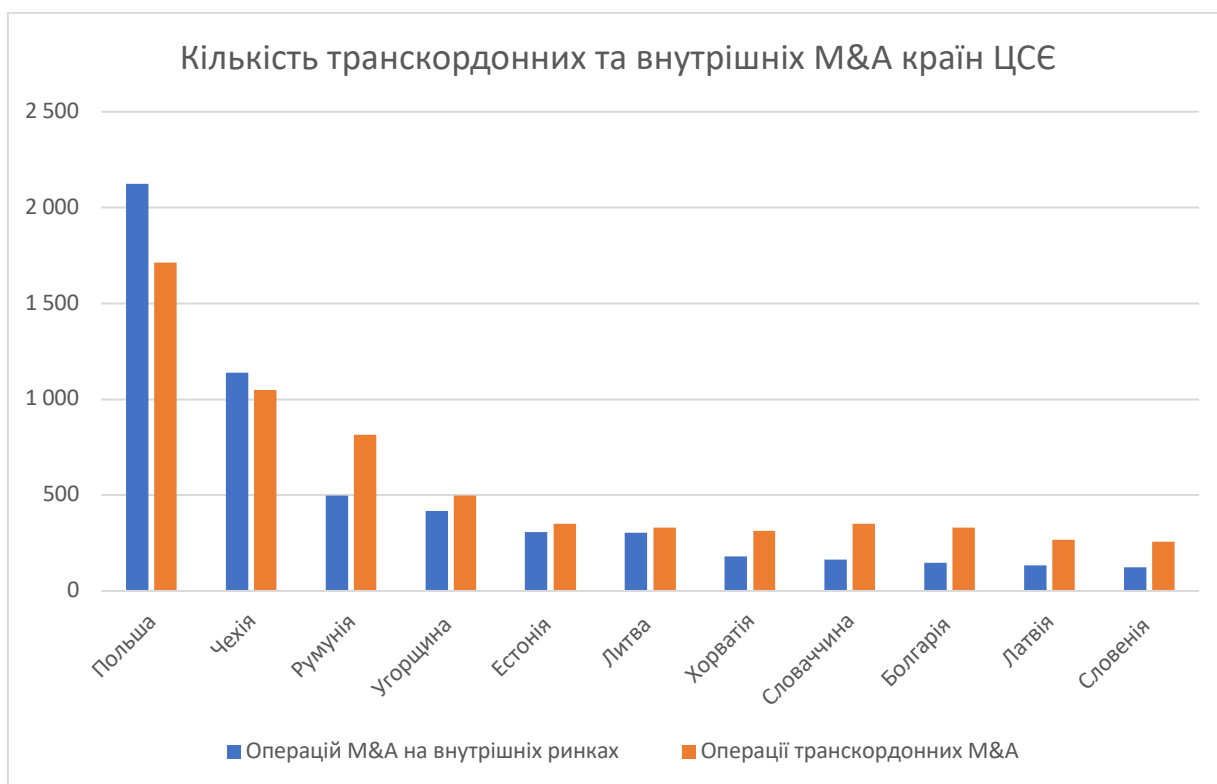


Рис. 2.7 Кількість транскордонних та внутрішніх M&A країн ЦСЄ, 2003-2022

Джерело: складено автором на основі [3]

У Польщі всього операцій M&A на внутрішніх ринках складають 2 124 за 2003-2022, а транскордонних M&A – 1 712. Щодо Чехії, то M&A на внутрішніх ринках – 1 140, а транскордонних M&A – 1 049. Словенія, Латвія та Болгарія мають менший загальний обсяг угод, тому спостерігається вищий відсоток транскордонних угод, оскільки більшість з цих країн мають меншу економіку у порівнянні з Польщею або Чехією, що означає, що менша кількість локальних компаній можуть здійснювати поглинання.

Найбільша активність M&A спостерігається у технологічному секторі, на який припадає приблизно 1/5 всіх угод у регіоні в період з 2003 по 2022 рік (див. табл. 2.4).

Таблиця 2.4

Угоди зі злиття та поглинання за секторами у Польщі, Чехії, Румунії, Угорщині, Естонії, Литві, 2003-2022, у відсотках

Сектор	Польща	Чехія	Румунія	Угорщина	Естонія	Литва
Технології	16,4%	17,9%	17,1%	17,7%	25,8%	21,3%
Споживчі товари	16,1%	12,3%	15,3%	12,6%	13,1%	12,8%
Інша промисловість	9,7%	13,1%	10,4%	12,7%	9,2%	7,7%
Інші послуги	8,9%	8,1%	7,5%	8%	8,2%	9,3%
Промисловість	8,6%	12,1%	5,9%	6%	7,3%	6,3%
Фінанси	7,6%	4,8%	8,3%	10,3%	5,8%	8,5%
Здоров'я та медицина	7%	5,3%	9,4%	3,5%	3,4%	5,8%
Будівництво	6,5%	5,6%	5%	3,1%	5,6%	4,6%
Енергетика	6,5%	5,1%	8,2%	9,8%	5,3%	5,3%
Обробна промисловість	3,7%	3,2%	2,8%	3,5%	2,7%	3,9%
Розваги	3,2%	4%	3,4%	3%	3,2%	2,7%
Медіа	3%	5,5%	3,8%	5,7%	4,3%	4,4%
Транспорт	2,7%	2,8%	3%	4,2%	6%	4,4%

Джерело: складено автором на основі [3]

Угоди зі злиття та поглинання у сфері високих технологій складають значну частину від загальної кількості угод у ЦСЄ – 17,7%. Хоча в Естонії, Литві та Болгарії частка угод зі злиття та поглинання, пов'язаних з технологіями, є ще вищою – близько 25%. Таким чином, для більшості проаналізованих країн це є провідним сектором. Наступна сфера – споживчі товари, склавши 16,1% у Польщі, 15,3% – Румунії, 13,1% – Естонії від усього угод. Дані країни спеціалізуються на виробництві різних видів продукції, тому приваблюють інвесторів і компанії поєднуватися для збільшення прибутку та переваг серед конкурентів. Промисловість також відіграє важливу роль в укладанні М&А угод, особливо у Чехії і в Угорщині. Стосовно фінансового сектору, то Угорщина є лідером, оскільки його частка набуває 10,3%. Тим часом, у інших проаналізованих країнах – приблизно від 6 до 8%. Такий сектор як здоров'я і медицина є менш привабливим для Угорщини, Естонії і Литви, оскільки рівень розвитку медицини нижче ніж у Польщі або у Румунії. Щодо енергетики, то Румунія й Угорщина здійснюють значну частку угод у даній сфері. Такі сектори, як обробна промисловість, розваги, медіа та транспорт складають найменший відсоток від 2% до 6%.

Протилежна тенденція щодо технології є у Хорватії, Словаччині, Латвії та Словенії, тому що їх відсотки дорівнюють у проміжку від 12% до 14%, крім Болгарії – 22,8%. Споживчі товари є рушійним сектором у даних країнах, наприклад, у Хорватії і Словенії – 20,4%, у Латвії – 17,8%. На споживчий сектор, що охоплює роздрібну торгівлю, харчову промисловість та інші види діяльності, пов'язані зі споживанням, припадає 15,6% від загальної кількості угод. Особливо активність у цьому секторі демонструють Словенія, Хорватія та Латвія.

Угоди зі злиття та поглинання у фінансах, промисловості також є характерними для даних країн. Необхідно зазначити, що найбільший відсоток спостерігається в енергетичному секторі Болгарії (11,1%), а для інших країн даний показник становить від 3% до 6%. Близько 12,6% займають М&А угоди у секторі розваг у Хорватії, на відміну від інших країн, де ця сфера демонструє невеликі відсотки (див. табл. 2.5).

Таблиця 2.5

Злиття та поглинання за секторами у Хорватії, Словаччині, Болгарії, Латвії, Словенії, 2003-2022 у відсотках

Сектор	Хорватія	Словаччина	Болгарія	Латвія	Словенія
Технології	13,8%	14,8%	22,8%	13,3%	14,1%
Споживчі товари	20,4%	15,9%	14,6%	17,8%	20,4%
Інша промисловість	7,9%	11,6%	7,9%	11%	11,5%
Інші послуги	5,9%	5,8%	8,6%	9,8%	5,2%
Промисловість	6,3%	7%	3,3%	9,5%	9,7%
Фінанси	8,7%	6,8%	12,6%	10,3%	9,7%
Здоров'я та медицина	4,5%	7,6%	3,6%	2,3%	5,5%
Будівництво	4,5%	5,8%	2,1%	4,5%	2,9%
Енергетика	4,9%	6,8%	11,1%	4,8%	2,4%
Обробна промисловість	3,2%	3,3%	2,7%	3%	3,9%
Розваги	12,6%	4,5%	2,3%	3,8%	5,8%
Медіа	3,2%	5,6%	5,2%	4%	3,9%
Транспорт	4,3%	4,5%	3,1	6,3%	5%

Джерело: складено автором на основі [3]

Більшість досліджень щодо діяльності у сфері злиття та поглинання спрямовані на вивчення впливу глобальних економічних чинників на активність M&A, тому тема залишається досить популярною.

Злиття та поглинання – це досить складний процес, який залежить від таких факторів як економічна система, фінансові ринки, розмір економіки. Крім того, існує гіпотеза стосовно того, що є залежність між кількістю та вартістю M&A і ВВП. Таким чином, далі проведено регресійний аналіз впливу кількості та вартості M&A на ВВП на прикладі регіону ЦСЄ (Болгарія, Хорватія, Чехія, Естонія, Угорщина, Латвія, Литва, Польща, Словаччина, Словенія). Джерелом

даних є база The World Bank Data та ІМАО інституту даних (див. додаток Б), де зібрана наступна інформація протягом 2001 - 2021 років:

- кількість угод злиття та поглинання (N),
- валовий внутрішній продукт (GDP),
- вартості угод злиття та поглинання (V).

Отже, формалізуємо економетричну модель наступним чином:

$$GDP = \beta * N + \beta * V + const$$

Спочатку був проведений кореляційний аналіз для виявлення й оцінки зв'язку між показниками (див.табл 2.6).

Таблиця 2.6

Кореляційний аналіз між показниками кількості та вартості М&А угод і ВВП

	ВВП	Кількість М&А угод	Вартість М&А угод
ВВП	1		
Кількість М&А угод	0,636	1	
Вартість М&А угод	0,683	0,090	1

Джерел: складено автором в програмі SPSS на основі [17],[34]

Отже, коефіцієнти кореляції між ВВП і кількістю та вартістю угод М&А є середніми. Стосовно зв'язку між кількістю угод і вартістю М&А угод, то спостерігається ніякого зв'язку між показниками.

Далі був проведений тест на мультиколінеарність. Значення критерію VIF для коефіцієнтів кількості та вартості М&А угод, менше, ніж значення 10, тому дані фактори визнаються неколінеарними, а це свідчить про те, що їх можна включати в модель регресії одночасно (див. табл. 2.7).

Якість моделі коефіцієнта детермінації R^2 дорівнює 0,80. Таким чином, коефіцієнт детермінації свідчить, що варіативність залежної змінної на 80% пояснюється даним набором незалежних змінних. Значення розрахункового критерію F статистики Фішера свідчить про адекватність моделі в цілому. Кількість і вартість угод М&А є статистично значущими за рівнем 1% (***) , що свідчить про низьку ймовірність нульового значення відповідного β коефіцієнта.

Регресійна модель впливу кількості та вартості М&А угод на ВВП регіону
Центральної та Східної Європи

Змінні	Нестандартизовані коефіцієнти	Стандартна помилка	Стандартизовані коефіцієнти	T	Значимість	VIF
(Константа)	4,03671	1,19901		3,367	0,003***	
N	1,86155	3,36620	0,580	5,481	0,000***	1,008
V	1,53006	2,56341	0,631	5,969	0,000***	1,008
R ²	0,80	1,867				5
F	36,054				0,000	

Джерело: складено автором в програмі SPSS на основі [17], [34]

Також можна виявити, що вартість угод М&А надає найбільший вплив на змінну, так як його значення стандартизованого коефіцієнта є найбільшим (0,631). Другий за величиною вплив – кількість угод М&А (0,580) з прямим напрямом причинності, що означає, наприклад, при збільшенні кількості угод М&А на 1 стандартне відхилення ВВП збільшується на 0,580 стандартних відхилень.

Отже, після інтерпретації всіх результатів отримуємо наступну емпіричну модель:

$$GDP = 0,580 * N + 0,631 * V + const$$

(5,481***) (5,969***)

Адекватність моделі доводять такі результати:

- R² = 0, 80 (80%),
- два коефіцієнта з рівнем значущості у 1% (***)

Таким чином, можна зробити висновок, що представлена модель апроксимує представлені дані та може бути використана для подальших цілей прогнозування. Економічне значення отриманої моделі доводить, що збільшення кількості та вартості М&А угод призводить до зростання ВВП.

РОЗДІЛ 3

ПЕРСПЕКТИВА РОЗВИТКУ ІРО В УКРАЇНІ ТА ШЛЯХИ ВПРОВАДЖЕННЯ ДОСВІДУ КРАЇН ЦЕНТРАЛЬНОЇ ТА СХІДНОЇ ЄВРОПИ

3.1 Сучасний стан ІРО України

Для більш сутнісного розуміння тенденцій ІРО необхідно проаналізувати глобальний стан ІРО.

У період з 2012 до 2014 динаміка кількості угод ІРО мала тенденцію до зростання, як і дохідність, що дає підстави стверджувати, що ринок ІРО почав відновлюватись після фінансової кризи 2008 року. З 2015 до 2016 року відбулося певне скорочення в обох показниках, що було пов'язано з економічною та політичною нестабільністю, а саме з виходом Великобританії з ЄС, скачками цін на нафту, виборами президента США, але у наступних роках спостерігається тенденція до зростання (див. рис. 3.1).



Рис. 3.1 Глобальний ринок ІРО за кількістю та дохідністю у млрд. дол. США

Джерело: складено автором на основі [27]

У період з 2016 до 2018 діяльність на глобальному ринку IPO відновилася із-за поживлення економіки, що було зумовлено низькою волатильністю у регіонах і новим апетитом до транскордонних IPO, особливо в США, у Гонконгу і в Лондоні. Безумовно, що COVID-19 негативно вплинув на динаміку показників, тому що спостерігалася невизначеність у багатьох секторах, включаючи охорону здоров'я, технологій, нерухомість та фінанси. Однак кількість і дохідність IPO стрімко зросла і досягла піку у 2021 році завдяки ліквідності на ринку та ефективним державним програмам, які стимулювали поширення угод IPO на світових ринках. Таким чином, 2021 рік став найактивнішим роком для IPO за останні 20 років. Однак у 2022 році глобальна активність IPO суттєво знизилася через різке падіння світових фондових ринків і війни в Україні. Щодо 2023 року, то, незважаючи на триваючу невизначеність економічної та геополітичної ситуації, портфель IPO продовжує більш менш зростати. Деякі експерти зазначають – можливість змінення ситуації на краще наприкінці цього року. Отже, наразі глобальний ринок IPO стикається з певними труднощами, що стримують активність.

Переходячи до аналізу сучасного стану IPO в Україні, то необхідно відмітити, що з 2005 по 2022 рік загалом 28 компаній з українськими активами здійснили вихід на зарубіжні IPO ринки. Наприклад, першою це зробила компанія «Укрпродукт» у 2005 році, яка залучила 11 млн. дол. США, а також дві інші компанії, а саме «The Ukraine Opportunity Trust» та «XXI Вік», що проводять свою діяльність у таких секторах як фінансові послуги та нерухомість відповідно. Хоча у 2006 році лише одна українська компанія вийшла на фондовий ринок за допомогою IPO, а саме АСТАРТА-Київ, яка залучила 32 млн. дол. США. Як результат, інвестувала залучені кошти у розширення підприємства. Компанія «Кернел», яка виробляє соняшникову олію та експортує зерно, провела первинне публічне розміщення акцій на Варшавській фондовій біржі, отримавши 220 млн. дол. США у 2007 році. У наступному році відбулося значне зменшення таких компаній, хоча МХП здійснив продаж 19,4% акцій за 0,32 млрд. дол. США шляхом первинного публічного розміщення акцій на

Лондонській фондовій біржі та Cadogan Petroleum, залучивши 368 та 300 млн. дол. США відповідно (див. табл. 3.1).

Таблиця 3.1

Основні IPO українських компаній за 2005-2022 рр.

Рік	Назва компанії	Галузь	Обсяг залучених коштів
2005	Укрпродукт Груп	Харчова промисловість	11 млн. дол. США
	The Ukraine Opportunity Trust	Фінансові послуги	32 млн. дол. США
	XXI Вік	Нерухомість	120 млн. дол. США
2006	АСТАРТА-КИЇВ	Сільське господарство	32 млн. дол. США
2007	Ferrexpo AG	Металургійна та гірничодобувна промисловість	204 млн. дол. США
	DUP&D	Нерухомість	202 млн. дол. США
	Nostra Terra	Нафтогазова галузь	7 млн. дол. США
	Aisi Realty Public	Нерухомість	33 млн. дол. США
	Кернел	Сільське господарство	220 млн. дол. США
	Landkom	Сільське господарство	111 млн. дол. США
	KDD Group	Нерухомість	128 млн. дол. США
2008	МХП	Сільське господарство	368 млн. дол. США
	Cadogan Petroleum	Нафтогазова галузь	300 млн. дол. США
2010	Агроліга	Сільське господарство	1,4 млн. дол. США
	Агротон	Сільське господарство	53 млн. дол. США
	Мілкіленд	Харчова промисловість	78 млн. дол. США
	Sadovaya Group	Металургійна та гірничодобувна промисловість	31 млн. дол. США
	Аграрний Холдинг Авангард	Сільське господарство	229 млн. дол. США
2011	Black Iron	Металургійна та гірничодобувна промисловість	36 млн. дол. США
	Індустріальна Молочна Компанія	Сільське господарство	30 млн. дол. США
	KSG Agro	Сільське господарство	39 млн. дол. США
	Continental Farmers Group	Сільське господарство	24 млн. дол. США
	Ovostar Union	Сільське господарство	33 млн. дол. США
	ВЕСТА	Промислове виробництво	48 млн. дол. США
	Coal Energy	Металургійна та гірничодобувна промисловість	79 млн. дол. США
2012	KDM Shipping	Транспорт і логістика	8 млн. дол. США
2013	Arricano	Нерухомість	24 млн. дол. США
	Cereal Planet	Харчова промисловість	154 млн. дол. США

Джерело: складено автором на основі [39]

Через фінансову кризу у 2008-2009 роках українські компанії не здійснили вихід на іноземні фондові біржі шляхом IPO, що є цілком очевидним через несприятливість ринкової кон'юнктури та невизначеність. У 2010 році такі компанії як «Агроліга», «Агротон», «Мілкленд», «Sadovaya Group» вийшли на іноземні ринки. У 2011 році з п'ятох українських компаній, які вийшли на Варшавську фондову біржу найбільший обсяг залучених коштів виявився у Coal Energy S.A, які потім були спрямовані на фінансування стратегії компанії. Ще три компанії провели того року IPO на Варшавській фондовій біржі, що спеціалізуються на сільськогосподарській продукції: компанія «Ovostar Union», вертикально інтегрована компанія «KSG Agro» та «Індустріальна молочна компанія» («ІМК»). Після 2011 року спостерігається негативна тенденція. Так, 2012 рік характеризується найменшим проявом активностей за аналізований період, зокрема одна компанія «KDM Shipping» здійснила первинне публічне розміщення акцій. Щодо 2013 року, то компанії «Arricano» та «Cereal Planet» здійснили вихід, залучивши близько 24 та 154 млн. дол. США відповідно. Упродовж десяти років не відбулося жодного виходу українських компаній на іноземні фондові ринки за допомогою IPO, що пов'язано з політичними та економічними труднощами в Україні. Як наслідок, активи суттєво втратили привабливість для інвесторів, а фінансовий стан підприємств не надавав можливостей для виходу.

IPO українських компанії, які спеціалізуються на сільському господарстві, складають суттєвий відсоток, а саме 39%. Це пояснюється тим, що Україна має потужний сільськогосподарський сектор, а також відома як «житниця Європи». Крім того, вона вважається одним із найбільших світових експортерів зерна. Наступною галуззю є нерухомість, що складає 18%, близько 5 українських компанії здійснюють діяльність у цій сфері. 14% припадає на металургійну та гірничодобувну промисловість, оскільки Україна посідає перше місце в Європі за кількістю й якістю родовищ корисних копалин і металів. Це дає підстави стверджувати, що такі промисловість є невід'ємними, тому що забезпечують вагому частку в загальному обсязі випуску валової продукції і мають експортну

спрямованість. Далі близько 3 компанії здійснюють діяльність у сфері харчової промисловості (11%), нафтогазова складає 7%, фінансові послуги та транспорт – 4 % відповідно, лише 3% займає легка промисловість (див. рис. 3.2).



Рис. 3.2 Структура IPO українських компаній за сферами діяльності, %
Джерело: складено автором на основі [40]

Найбільш популярною міжнародною фондовою біржею серед українських компаній є Варшавська фондова біржа (WSE), яка є однією з найбільш відомих фінансових установ в Центральній і Східній Європі. Загалом, дана фондова біржа є перспективною і динамічною. З кожним роком фондовий ринок Польщі міцнішає і стає більш світовим. Однією з причин є активна маркетингова політика, яку проводить Варшавська фондова біржа для просування інфраструктури фондового ринку не тільки в Польщі, а й у світі. На думку польських експертів, тема IPO є досить актуальною для України. Найбільш привабливими секторами української економіки є сільське господарство та харчова промисловість [19]. Майже половина IPO угод були проведені українськими компаніями саме на Варшавській фондовій біржі (13 угод), 2 із цих IPO проведено на альтернативній біржі New Connect, яка займається публічним розміщенням акцій компаній малого та середнього бізнесу. Інша половина IPO

українських компаній були проведені на Лондонській фондовій біржі (14 угод), де 9 угод проведено на альтернативному фондовому ринку Лондонської фондової біржі (LSE (AIM)), що спеціалізується на розміщення акцій нових та швидкозростаючих компаній (див. рис. 3.3).



Рис. 3.3 Кількість вітчизняних IPO за біржами

Джерело: складено автором на основі [39]

2 угоди IPO проведені на фондовому ринку глобальних депозитарних розписок Лондонської фондової біржі (LSE (GDRs)) і 3 угоди IPO проведені в межах LSE(Premium)). LSE(Premium) – це фондовий ринок преміум-сегменту Лондонської фондової біржі, призначений для публічного розміщення акцій компаній, що відповідають мінімальним для ЄС вимогам лістингу [23]. Ще одне первинне публічне розміщення акцій української компанії «Black Iron» було проведено на фондовій біржі Торонто (TSX).

Отже, незважаючи на те, що для українських компаній IPO є досить вигідним і перспективним інструментом залучення коштів для розвитку діяльності, оскільки це забезпечує вихід на новий ринок, підвищення прозорості, даний метод не є популярним серед вітчизняних компаній. Основними причинами є нестабільність політико-економічного середовища та тривалі

бойові дії на Сході України. Крім соціально-макроекономічних чинників, ще впливають мікроекономічні. Процес IPO є достатньо складним, оскільки його ефективність залежить як від фінансово-господарських показників діяльності компанії, так і від інвестиційної привабливості фірми.

3.2 Застосування зарубіжного досвіду для вдосконалення IPO України

Зацікавленість українських компанії у здійсненні виходу на міжнародні фондові біржі за допомогою IPO є досить низькою, що зумовлено багатьма факторами: військово-політичні конфлікти, корумпованість і тінізація бізнесу, слабкий захист прав інвесторів. Таким чином, для заохочення вітчизняних компаній використовувати IPO, необхідно підвищити конкурентоспроможність національної економіки через удосконалення нормативно-правової бази, забезпечення відкритості й достовірності фінансової звітності, а також через стабілізацію військово-політичної ситуації.

Польща, Чехія та Угорщина можуть бути розглянуті як потенційні джерела зарубіжного досвіду для вдосконалення IPO в Україні. Ці країни володіють практичним досвідом у галузі розвитку та регулювання фондового ринку, залучення іноземних інвесторів та створення сприятливого інвестиційного клімату. Польща також відіграла ключову роль у припиненні радянського панування у Східній Європі. Економічні показники даної країни є високими у багатьох сферах економіки. Завдяки конкурентному клімату та політичній стабільності, вона має привабливе бізнес-середовище. Нормативно-правові акти, які підтримують політику відкритого ринку, впливають на розвиток комерційних операцій. Економічні та структурні реформи Чехії сприяли створенню сучасної і гнучкої економіки. Націоналістичний і популістський підхід уряду до управління економікою дещо відрізняє Угорщину від її сусідів. Крім того, реформи були впроваджені в багатьох сферах економіки Угорщини для підтримання приватного сектору та прозорості ринку. Розвинена судова система забезпечує стабільність та конкурентоспроможність Угорщини.

На активність ІРО впливають економічні та фінансові фактори, особливо розмір економіки, що надає певну характеристику про економічний стан країни. Тому далі проведено порівняльний аналіз ВВП Польщі, Чехії, Угорщини й України, оскільки вони є лідерами за активністю ІРО у регіоні ЦСЄ. Польща має найбільший розмір економіки серед усіх даних країн, що, безумовно, позитивно впливає на ІРО, яка посідає перше місце за активністю. Крім того, Чехія також має стабільно зростаюче ВВП, як результат, приваблює інвесторів завдяки економічному стану (див. рис. 3.4).

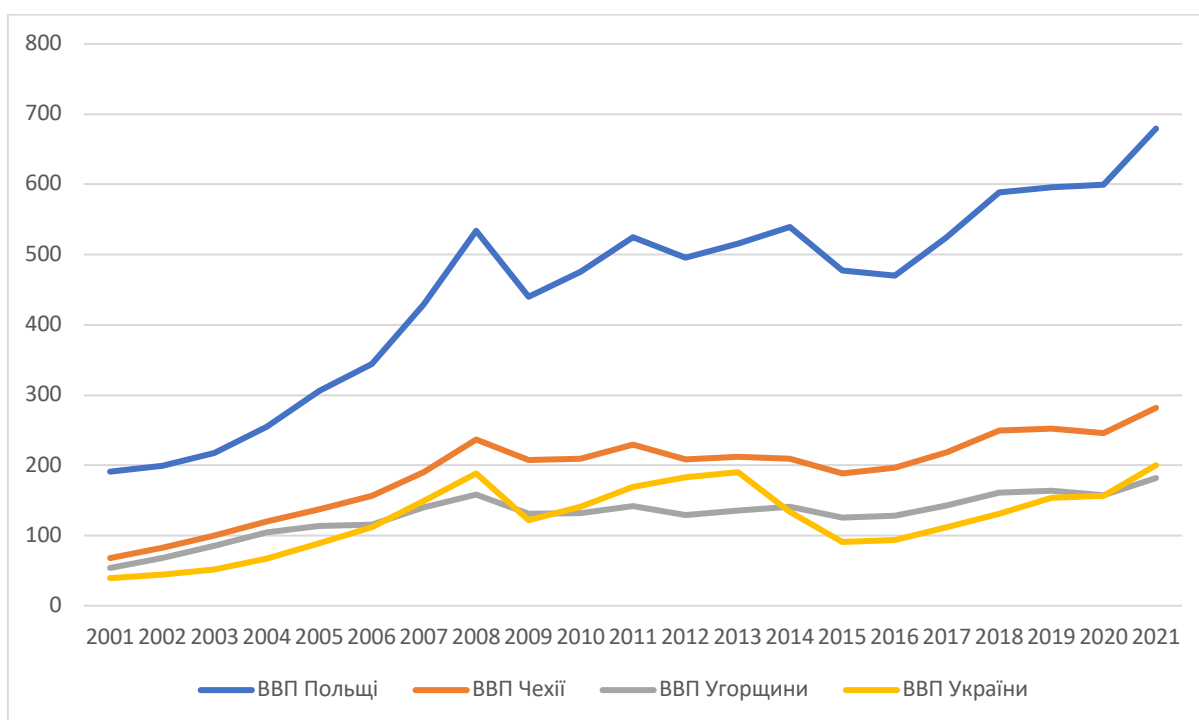


Рис. 3.4 ВВП Польщі, Чехії, Угорщини, України, у млрд. дол. США

Джерело: складено автором на основі [35]

Розмір економік Угорщини й України майже на одному рівні, хоча ВВП Угорщини має тенденцію до зростання. Так, зниження українського ВВП пов'язано зі світовою фінансовою кризою у 2008-2009 роках та політичною нестабільністю у 2014-2015 роках. Таким чином, Україні необхідно подолати всі макроекономічні та політичні перешкоди з метою збільшення розміру ВВП.

Правові чинники також відіграють важливу роль, оскільки вони моделюють суспільні відносини, зокрема економічні. Добре розроблена правова система, яка захищає права інтелектуальної власності, поважає авторське право та права

власності інвесторів, позитивно впливає на іноземні інвестиції, в тому числі й на діяльність ІРО. Наприклад, загальне становище правової системи у Польщі є стабільним: показники захисту прав власності в країні є високими, ефективності судової системи – високі, а доброчесність уряду – вищі за середні у світі. Щорічні дослідження Інституту Світового банку «Індикатори управління у світі» свідчать про те, що нормативно-правова база Польщі загалом вважається сприятливою для ведення бізнесу, хоча певний рівень корупції все ще є [32]. Польщею також були вжиті заходи щодо подальшого спрощення процедур започаткування бізнесу та сприяння розвитку приватного сектору, але темпи реформ уповільнилися. Згідно з дослідженням Індексу економічної свободи за 2023 рік, Польща посідає 40 місце зі 184 економік, що відображає високі показники щодо прав власності, податкового навантаження, свободи торгівлі, свободи інвестицій та фінансової свободи. Однак залишаються слабкі місця, зокрема, щодо ефективності судової системи [32]. Як і Польща, Чехія має розвинуте правове середовище, тому що показники захисту прав власності, ефективності судової системи, доброчесності уряду – вищі середньосвітових. Чеська нормативно-правова база, що регулює діяльність підприємств, є досить чіткою. У дослідженні «Індекс економічної свободи» за 2023 рік, Чехія посідає 21 місце з 184 економік, що відображає ефективність регулювання прав власності, судової системи, свободи торгівлі, інвестицій та фінансової свободи [30]. В Угорщині відносно добре розвинена правова система – показники захисту прав власності, ефективності судової системи, доброчесності уряду є вищі за середньосвітові. Прозора нормативно-правова база Угорщини дозволяє стрімко розвивати бізнес та вести ефективну діяльність. Індекс економічної свободи Угорщини становить 64,1, що робить її економіку 54-ю найвільнішою в Індексі 2023 року [31]. Угорщина посідає 31 місце з 44 країн європейського регіону. Щодо аналізу правової системи в Україні, необхідно зазначити, що країна має слабкий рівень правового порядку. Отже, показники захисту прав власності в країні, ефективності судової системи, доброчесності уряду – низькі. До війни, незважаючи на певні реформи, складність регулювання часто створювала

невизначеність у комерційних операціях. Процес започаткування бізнесу був спрощений, але вимоги до ліцензування займало багато часу. Більш того, уряд впливав на ціни через державні підприємства. Оцінювання економічної свободи України тимчасово призупинено через триваюче вторгнення Росії з 24 лютого 2022 року. Економічний потенціал України довгий час пригнічувався неефективним управлінням. До війни основи економічної свободи були нерівномірно встановленими по всій країні. Низькі рейтинги в Індексі економічної свободи та інших міжнародних дослідженнях однозначно вказували на недоліки в системі регулювання в критично важливих сферах: прозорості, ефективності та відкритості, які перешкоджають реалізації економічного потенціалу країни. Отже, для зростання довіри компаній та інвесторів необхідно покращити правове становище в Україні, зокрема захищеність від можливого корпоративного рейдерства та дієвість судової системи. Трансформування української правової системи для економічних агентів можливо лише після забезпечення нульової толерантності до корупції, що забезпечить довіру до правових інституцій як гарантів дотримання права [33].

Безумовно, що політичні ризики також знижують інвестиційний клімат країни. Таким чином, це може призвести до зростання інфляції та зменшення реальної вартості інвестицій, спричинити соціальні заворушення, які можуть завдати шкоди компаніям. Багато досліджень відмічають, що зазвичай інвестори не ризикують або виводять капітал з країн з високим політичним ризиком. Важливим є той факт, що в країнах з перехідною економікою існують високі ризики, але вони все ще приваблюють велику кількість іноземних інвесторів. Причиною цього є те, що можливість швидко розширюватися, незважаючи на те, що ці ринки перебувають у зоні ризику.

Відповідно до Euler Hermes Economic Research, що аналізує та вимірює ризики у певній країні, далі порівняно рівень ризиків у Польщі, Чехії, в Угорщині та в Україні. Необхідно зазначити, що загальна оцінка ризиків складається з двох елементів: рейтинг країни – це середньострокова оцінка в діапазоні від AA до D (найвищий ризик); рівень ризику країни – короткострокова оцінка від 1 до 4

(найвищий рівень ризику) [2]. Польща та Чехія мають середній рівень ризику, що є цілком очевидно, бо дані країни створюють привабливі умови для компаній та інвесторів. В Угорщині рівень ризику є вразливим. Причиною такої тенденції є посилення державного втручання в економіку через часті та довільні зміни в політиці (наприклад, галузеві податки, націоналізація пенсій, схеми дострокового погашення іпотеки, зниження комунальних тарифів) та послаблення інституцій (зменшення ролі Фіскальної ради та Конституційного суду) негативно вплинули на інвестиційний клімат в останні роки (див. табл. 3.2).

Таблиця 3.2

Рівень ризиків у Польщі, Чехії, в Угорщині, Україні у 2022 році

	Польща	Чехія	Угорщина	Україна
Економічні ризики	Середній рівень ризику	Середній рівень ризику	Уразливий рівень ризику	Високий рівень ризику
Ризики бізнес-середовища	Низький рівень ризику	Низький рівень ризику	Середній рівень ризику	Уразливий рівень ризику
Політичні ризики	Низький рівень ризику	Низький рівень ризику	Середній рівень ризику	Високий рівень ризику
Комерційні ризики	Середній рівень ризику	Середній рівень ризику	Середній рівень ризику	Високий рівень ризику
Фінансові ризики	Середній рівень ризику	Середній рівень ризику	Уразливий рівень ризику	Високий рівень ризику
Загальний ризик	Середній рівень ризику (BB2)	Середній рівень ризику (BB2)	Уразливий рівень ризику (B3)	Високий рівень ризику (D4)

Джерело: складено автором на основі [2].

Найбільш високий рівень ризиків має Україна, що спричинено багатьма чинниками, але найбільш вагомий це саме зброєний конфлікт між Україною та Росією. Погіршення економічних перспектив унаслідок війни, а також глобальних фінансових умов, сприяло підвищенню ризиків як економічних, політичних, так і комерційних, фінансових. Таким чином, для збільшення кількості ІРО, Україні необхідно стабілізувати військово-політичну ситуацію.

Таким чином, результати досліджень свідчать про потребу реформування нормативно-правової бази для розвитку IPO, зокрема механізмів захисту фінансово-економічної безпеки емітента в процесі набуття компанією публічного статусу. Крім того, державі слід сприяти збільшенню кількості IPO та обсягу залучених ресурсів. Важливим є також стабілізація економічних показників. Наприклад, інфляційні шоки, які супроводжуються воєнним станом в Україні, призводять до спаду державних цінних паперів як на державних, так і на приватних ринках. Одним із способів забезпечення прозорості діяльності компаній є залучення відомих аудиторських компаній для перевірки звітності, що матиме позитивні наслідки: забезпечення прозорості, покращення якості звітності та дотримання норм та правил у сфері фінансового регулювання. Наприклад, українська компанія «Kernel» скористалася послугами Deloitte, що дозволило зміцнити довіру до її фінансової звітності. Нормалізація соціально-політичного середовища в Україні стоїть на вершині інших викликів. Загалом, ситуація в країні дестабілізує IPO не тільки на національну рівні, а й в усьому світі. Як результат, створення небажаного середовища для IPO, що продовжуватиме впливати на глобальні ринки, поки не буде досягнуто рішення.

Також необхідно зазначити, що на ринку акцій залишається рівень невизначеності, волатильності та ризиків, оскільки спостерігається глобальна інфляція, вилучення глобальної ліквідності, зростання прибутковості облігацій та процентних ставок — наразі геополітична напруженість. Міжнародна тенденція щодо виходу IPO великими компаніями знижується, що зумовлено вищезазначеними чинниками, не кажучи про українські підприємства.

ВИСНОВКИ

У результаті проведеного дослідження були проаналізовані сучасні тенденції проведення первинного публічного розміщення акцій і злиття та поглинання.

ІРО у ЦСЄ є важливим інструментом залучення інвестиційного капіталу для розвитку компаній та економік країн. Безумовно, ІРО має свої особливості, пов'язані зі специфікою економічного розвитку та правовим середовищем у регіоні. Щодо становлення ІРО у ЦСЄ, то занепад комуністичного режиму в Центральній і Східній Європі був одним з факторів, що сприяв становленню і розвитку фондових ринків та іноземного інвестування. Занепад комуністичного режиму створив підґрунтя для перетворень у політичній, економічній та правовій сферах. Ці зміни створили більш динамічний фінансовий простір, відкрили можливості для створення інституційних ринків, таких як фондові біржі, ринки облігацій та інші фінансові інструменти. Вплив «локальних» бірж, зокрема Варшавської фондової біржі, Будапештської фондової біржі та Празької фондової біржі на розвиток первинного розміщення акцій був дійсно позитивним: стимулювання інвестиційного клімату у регіоні ЦСЄ, залучення більшого обсягу інвестиційного капіталу для розвитку економік. Країни в цьому регіоні приділяють значну увагу створенню ефективних правових рамок для функціонування ринку цінних паперів та залучення інвесторів. Для цього приймаються спеціальні закони та акти, спрямовані на регулювання ІРО та забезпечення прозорості, стабільності та захищеності прав всіх учасників ринку. Висока волатильність і невизначеність є характерними рисами для ринку ІРО в країнах ЦСЄ, і це часто пов'язано з триваючими економічними та політичними напруженнями в регіоні. Незважаючи на ці труднощі, ринок ІРО в ЦСЄ демонструє ознаки зростання та потенціалу. Країни регіону продовжують створювати привабливі умови для інвестування, удосконалюють правове середовище, розвивають біржову інфраструктуру та сприяють стабільності ринку цінних паперів.

Оцінка ефективності транскордонних злиття та поглинань вимагає багатофакторного підходу, який включає фінансові показники, стратегічну відповідність і процес інтеграції.

Після фінансової кризи 2008 року, активність у сфері транскордонного злиття та поглинання повільно зменшувалася, оскільки світовий ринок не відійшов від економічних шоків. Проте з 2013 року спостерігається зростання активності в цьому напрямку. Вплив пандемії COVID-19 також суттєво позначився на ринку M&A. У 2021 році активність в цій галузі швидко зросла, досягнувши найвищого рівня за останні 12 років. Однак наступний рік характеризується різким спадом світових фондових ринків, війною в Україні, геополітичною напруженістю та перебоями в ланцюгах поставок. Щодо 2023 року, короткострокові економічні перспективи залишаються невизначеними, оскільки існують побоювання глобальної рецесії та зростання процентних ставок, що може вплинути на активність в галузі M&A. Незважаючи на ці фактори, актуальні сектори угод M&A з точки зору кількості транзакцій включають промисловий сектор, технології та фінансовий сектор.

ЦСЄ є привабливим регіоном для M&A завдяки швидкозростаючому ринку, кваліфікованій робочій силі та сприятливому бізнес-середовищу. У більшості ЦСЄ країн угоди у сфері транскордонних M&A суттєво перебільшують кількість угод на внутрішньому ринку, на відміну від Польщі та Чехії. Це пояснюється зацікавленістю іноземних інвесторів до цих країн, які характеризуються зростаючою економікою, більш вигідними умовами інвестування, надійним захистом інвесторів зі сторони законодавства. Польща є лідером у регіоні ЦСЄ, на яку припадає 1/3 від загального обсягу угод. Таким чином, був проведений багатофакторний регресійний аналіз щодо впливу макроекономічних факторів на кількість M&A угод у Польщі. Отримані результати доводять, що збільшення відсоткової ставки та рівня відкритості економіки Польщі призводить до зростання кількості M&A угод. Однак, при збільшенні інфляції – до зменшення. Крім того, була висунута гіпотеза щодо впливу кількості та вартості M&A на ВВП. Тому був проведений регресійний аналіз на прикладі регіону ЦСЄ

(Болгарія, Хорватія, Чехія, Естонія, Угорщина, Латвія, Литва, Польща, Словаччина, Словенія). Економічне значення отриманої моделі підтверджує, що збільшення кількості та вартості М&А угод сприяє зростанню ВВП.

При аналізі українського ринку IPO було виявлено, що всього 28 компаній здійснили залучення акціонерського капіталу шляхом IPO. В цілому, основними торговельними майданчиками проведених IPO були Варшавська фондова біржа та Лондонська фондова біржа, зокрема на альтернативному фондовому ринку цієї біржі. Зацікавленість українських компаній у здійсненні виходу на міжнародні фондові біржі за допомогою IPO є досить низькою, що зумовлено багатьма факторами: військовий конфлікт, корумпованість і тінізація бізнесу, слабкий захист прав інвесторів. Отже, для заохочення вітчизняних компаній здійснювати вихід на міжнародні фондові біржі через IPO, необхідно підвищити конкурентоспроможність національної економіки шляхом удосконалення нормативно-правової бази, забезпечення відкритості та достовірності фінансової звітності, а також стабілізувати військово-політичну ситуацію.

Було встановлено, що нормалізація соціально-політичного середовища в Україні є головною метою. Пріоритетним завданням для збільшення кількості IPO, що виступає основою для захисту інтересів учасників фондового ринку, є реформування та впровадження інновацій у нормативно-правову базу. Важливо також стабілізувати економічні показники України. Один із способів забезпечення прозорості діяльності компаній полягає у залученні відомих аудиторських компаній для перевірки звітності, що призведе до позитивних наслідків, зокрема забезпечення прозорості, покращення якості звітності та дотримання норм та правил у сфері фінансового регулювання.

Загалом, ситуація в Україні дестабілізує IPO не тільки на національну рівні, а й в усьому світі. Як результат, це створює небажане середовище для IPO, що продовжуватиме впливати на глобальні ринки IPO, поки не буде досягнуто рішення.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Aktas N., Anders C., Ozdakak A., The Interplay of IPO and M&A Markets: The Many Ways That One Affects the Other. The Oxford Handbook of IPOs, 2018. URL: <https://academic.oup.com/edited-volume/34671/chapter-abstract/295409915?redirectedFrom=fulltext>
2. Allianz Trade. Country Risk. URL: https://www.allianz-trade.com/en_global/economic-research/country-reports.html (дата звернення: 26.04.2023).
3. Aventis Advisors, M&A in Central and Eastern Europe, 2023. URL: https://aventis-advisors.com/wp-content/uploads/2023/03/MA-in-CEE_Download-1.pdf
4. Berg N., & Wyper, J. The importance of strategic fit in cross-border mergers and acquisitions. Thunderbird International Business Review, 2018, 831-843
5. Brouthers, K. D., Geisser, K. D., & Rothlauf, F. Explaining cross-national differences in the adoption of new technology: A framework based on institutional and cultural factors. Journal of International Business Studies, 2016, 513-534.
6. Cuypers I. R., De Rijck, K., & De Cremer D. Financial risk in cross-border mergers and acquisitions: A systematic literature review. Journal of World Business, 2018, 155.
7. Doh J. P., & Quigley N. R. Corporate governance and international business: Entry modes and M&A activity. Journal of World Business, 2014, 4-13.
8. EY. 2021 EY Global IPO Trends report. URL: https://assets.ey.com/content/dam/ey-sites/ey-com/en_gl/topics/ipo/ey-2021-global-ipo-trends-report-
9. Fehrt, M., Malatesta, P. H. and Xin, C. The costs and benefits of cross-listing: Evidence from Australian firms. Journal of Banking and Finance, 2015, 379-397.
10. FRED economic data. Interest rate Poland. URL: <https://fred.stlouisfed.org/series/IRLTLT01PLM156N> (дата звернення: 05.04.2023).
11. Fuller C.S, Pusateri N. A Holistic Approach to Merger Models with an Emphasis on Heterogeneity, 2018. URL: https://www.researchgate.net/publication/324264659_A_Holistic_Approach_to_Merger_Models_with_an_Emphasis_on_Heterogeneity

12. Gaughan P.A. Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings, 2018. URL: <http://www.simonfoucher.com/MBA/FINA%20695E%20-%20Mergers%20Acquisitions/Mergers,%20Acquisitions,%20and%20Corporate%20Restructuring%20%206th.pdf>
13. Global IPO Watch. Q1 2022 Overview. URL: <https://www.pwc.com/gx/en/services/audit-assurance/ipo-centre/global-ipo-watch.html>
14. Global IPOs: A blockbuster year. URL: <https://www.whitecase.com/publications/insight/global-ipos-blockbuster-year/global-ipos-reached-new-highs>
15. Hitt M. A., Ireland R. D. and Hoskisson R. E. Strategic management: concepts and cases: competitiveness and globalization, 2018. URL: <https://bawar.net/data0/books/5ea6b715e53cf/pdf/strategic.pdf>
16. Huang Y., & Kleiner B. H. The effectiveness of cross-border mergers and acquisitions: An empirical assessment. Management Decision, 2004, 1230-1254.
17. Institute for Mergers, Acquisitions & Alliances Statistics URL: <https://imaa-institute.org/mergers-and-acquisitions-statistics/> (дата звернення: 31.03.2023).
18. Junxian L. and Tong Y. Determinants of Short-Term Value Creation through M&A for the Acquirer: The event study of the pharmaceutical industry focus on the Western European market, 2018. URL: <https://lup.lub.lu.se/luur/download?func=downloadFile&recordId=8985202&fileId=8985328>
19. Kondrat I., Malets O. IPO of Ukrainian companies on the Warsaw Stock Exchange (WSE), 2015. URL: <https://ena.lpnu.ua/items/ad20c428-7fdd-4d8b-8d30-605a119a5c44>
20. KPMG. Global M&A Predictor. KPMG International, 2018. URL: <https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/xx/pdf/2018/05/m-and-a-predictor-2018-annual-report.pdf>
21. Kumar K. Altria Group's Spin-Off of Philip Morris International Inc, 2019. URL: https://www.researchgate.net/publication/329325256_Altria_Group's_Spin-Off_of_Philip_Morris_International_Inc_Integrated_Case_Studies

- 22.Laamanen T. and Kale T. Acquisitions, Acquisition Programs, and Acquisition Capabilities, 2008. URL: <https://academic.oup.com/book/33049/chapterabstract/281467522?redirectedFrom=fulltext>
- 23.London Stock Exchange. Compare markets for listing. URL: <https://www.londonstockexchange.com/raise-finance/equity/compare-markets-listing-equity>
24. P. Peterle, A. Berk. IPO Cycles in Central and Eastern Europe, 2016. URL: https://journal.fsv.cuni.cz/storage/1351_peterle.pdf
- 25.Petrou A., Thanos I. C., & Galariotis E. C. Cross-border mergers and acquisitions in the food and drink industry: Evidence from BRIC acquirers. British Food Journal, 2016, 271-284.
- 26.PWC, Global M&A Industry Trends: 2023 Outlook. URL: <https://www.pwc.com/gx/en/services/deals/trends.html> (дата звернення: 31.03.2023).
- 27.R. Izzi, Global IPO market has record- -breaking 2021, prepare for headwinds in 2022, 2021. URL: https://www.ey.com/en_gl/news/2021/12/global-ipo-market-has-record-breaking-2021-prepare-for-headwinds-in-2022
- 28.Singh H., Luo Y., Chen L. International diversification and firm performance, Management International Review, 2017, 547-574.
- 29.Sosa J., Eberlein T., Montoya R. Understanding M&A integration: A systematic review and future directions. Journal of Business Research, 2019. 122-135.
- 30.The Heritage Foundation. Index of Economic Freedom Czechia, 2023. URL: https://www.heritage.org/index/pdf/2023/countries/2023_IndexofEconomicFreedom-Czech-Republic.pdf
- 31.The Heritage Foundation. Index of Economic Freedom Hungary, 2023. URL: https://www.heritage.org/index/pdf/2023/countries/2023_IndexofEconomicFreedom-Hungary.pdf
- 32.The Heritage Foundation. Index of Economic Freedom Poland, 2023. URL: https://www.heritage.org/index/pdf/2023/countries/2023_IndexofEconomicFreedom-Poland.pdf

- 33.The Heritage Foundation. Index of Economic Freedom Ukraine, 2023. URL: https://www.heritage.org/index/pdf/2023/countries/2023_IndexofEconomicFreedom-Ukraine.pdf
- 34.The World Bank Data. GDP Central Europe and the Baltics. URL: <https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CD?end=2021&locations=B8&start=2001> (дата звернення: 05.04.2023).
- 35.The World Bank Data. GDP Poland, Czechia, Hungary, Ukraine. URL: <https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CD?end=2021&locations=UA-PL-HU-CZ&start=2001> (дата звернення: 15.04.2023).
- 36.The World Bank Data. Trade of GDP & Inflation Poland. URL: <https://data.worldbank.org/indicator/FP.CPI.TOTL.ZG?end=2021&locations=PL&start=2001> (дата звернення: 05.04.2023).
- 37.Turner J. & Malone D. The merger of AOL and Time Warner, 2010. URL: https://www.researchgate.net/publication/291711379_The_merger_of_AOL_and_Time_Warner_A_case_study
38. Hashimoto T. Financial Centre Development in Central and Eastern Europe: The Rise of Warsaw and the Hierarchy of Regional Financial Centres, 2020. URL: <https://ora.ox.ac.uk/objects/uuid:cc4ae387-c130-4ad8-828c-042779b7f4bd>
- 39.Грабовська Є. В. Досвід виходу українських компаній на ринок IPO. Магістеріум, 2014. No 56.
- 40.Танклевська Н.С., Ярмоленко В.В. Сучасний стан та проблеми функціонування фондового ринку в Україні. Ефективна економіка, 2021. No 7. URL: http://www.economy.nayka.com.ua/pdf/7_2021/3.pdf
41. Юркова О.Ю. Сучасні тенденції на ринку злиття та поглинань в країнах ЦСЄ. Міжнародна науково-практична конференція ОНУ ім. Мечникова, 2023.
- 42.Юркова О.Ю., Кириченко М.В. IPO в країнах Центральної та Східної Європи: використання досвіду для України, Вісник СНАУ. Економіка і менеджмент №3 (95) 2023 (прийнятий до друку).

ДОДАТКИ

Додаток А

Дані для багатofакторного регресійного аналізу щодо впливу показників на
кількість М&А угод у Польщі

	Кількість М&А угод	Процентна ставка	Рівень відкритості економіки	Інфляція	Вартість М&А угод у млрд. дол. США
2001	313	10,60%	61	5,40%	9,05
2002	232	7,40%	58	1,90%	7,06
2003	194	5,80%	61	0,70%	3,84
2004	138	5,20%	69	3,40%	2,93
2005	218	5,20%	71	2,20%	3,70
2006	291	5,50%	71	1,30%	11,98
2007	433	6,00%	78	2,50%	17,34
2008	497	6,10%	81	4,20%	10,20
2009	369	5,80%	81	3,80%	6,55
2010	499	5,80%	75	2,60%	5,14
2011	398	5,90%	83	4,20%	17,52
2012	293	5,00%	87	3,60%	22,38
2013	328	4,00%	89	1,00%	11,70
2014	519	3,50%	91	0,10%	10,65
2015	792	2,70%	93	-0,90%	7,03
2016	642	3,00%	93	-0,70%	8,07
2017	485	3,40%	98	2,10%	13,31
2018	581	3,20%	101	1,80%	9,87
2019	480	2,30%	103	2,20%	18,4
2020	469	1,50%	103	3,40%	8,5
2021	420	1,90%	112	5,10%	26,4

Джерело: складено автором на основі [17], [36]

Дані для багатofакторного регресійного аналізу щодо визначення впливу вартості та кількості М&А угод на ВВП регіону ЦСЄ

ВВП регіону ЦСЄ, у трлн. дол. США	Кількість М&А угод регіону ЦСЄ	Вартість М&А угод, у млрд. дол. США
468, 81	1 798	27,69045
528, 4	1 439	28,38415
634, 16	1 628	46,60219
763, 25	1 137	48,25937
886, 88	1 555	138,58552
1	2 066	120,95729
1,27	2 819	240,6782
1,53	3 856	128,98258
1,29	4 807	61,51917
1,32	5 514	159,22524
1,46	4 992	132,50076
1,36	4 186	159,20426
1,42	3 686	113,9953
1,46	3 600	52,39281
1,29	3 901	65,46975
1,32	3 950	85,87953
1,46	3 287	61,08956
1,65	3 583	438
1,68	3 391	418
1,66	2 658	401,7
1,9	2 952	625,2

Джерело: складено автором на основі [17],[34]